

**CRISIS FINANCIERAS
EN PAÍSES
'EXITOSOS'**



332.4
F437
c.3

CRISIS FINANCIERAS EN PAÍSES 'EXITOSOS'



Ricardo Ffrench-Davis, compilador



**McGraw-Hill
Interamericana**

**SANTIAGO • BUENOS AIRES • CARACAS • GUATEMALA • LISBOA • MADRID • MÉXICO
NUEVA YORK • PANAMÁ • SAN JUAN • SANTA FE DE BOGOTÁ • SÃO PAULO
AUCKLAND • HAMBURGO • LONDRES • MILÁN • MONTREAL • NUEVA DELHI • PARÍS
SAN FRANCISCO • SIDNEY • SINGAPUR • ST. LOUIS • TOKIO • TORONTO**

86877

Crisis financieras en países ‘exitosos’

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares de Copyright. El texto no ha sido sometido a revisión editorial oficial. El texto se publica mediante convenio con la CEPAL.

Ricardo Ffrench-Davis, compilador

DERECHOS RESERVADOS © 2001

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Naciones Unidas
McGRAW-HILL/INTERAMERICANA DE CHILE LTDA.

Seminario 541

Providencia

Santiago (Chile)

Teléfono: (56 2) 635 17 14

ISBN: 956-278-146-1

Nº Inscripción: 118-116

Editora:	Patricia Ortega Wiedmaier
Gerente de Producción:	Víctor Letelier Elgueta
Asistente Editorial:	Elba Almendares Calderón

Diagramación:	Carlos Donoso
Diseño de Portada:	Fuerza Creativa

Impreso en: Andros Impresores

1ª edición 2001, Santiago, Chile

Contenidos

PROLOGO

- I. **GLOBALIZACIÓN DE LA VOLATILIDAD FINANCIERA:
DESAFÍOS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES**
Ricardo Ffrench-Davis y José Antonio Ocampo
*Asesor Regional Principal de la CEPAL,
y Secretario Ejecutivo de la CEPAL* 1
- II. **COREA Y TAIWAN ANTE
LA CRISIS FINANCIERA ASIÁTICA** 43
Manuel Agosin
*Profesor de Economía y Director del Centro de Economía
Internacional y Desarrollo, Universidad de Chile*
- III. **TRES VARIEDADES DE POLÍTICAS
EN CHILE FRENTE A LA ABUNDANCIA DE CAPITALS**..... 73
Ricardo Ffrench-Davis y Heriberto Tapia, CEPAL
- IV. **DEL AUGE DE CAPITALS A LA CRISIS
FINANCIERA Y MÁS ALLÁ: MÉXICO EN LOS NOVENTA**..... 119
Jaime Ros
Profesor de Economía, Universidad de Notre Dame
- V. **UNA ARQUITECTURA FINANCIERA
INTERNACIONAL PARA PREVENIR LAS CRISIS** 159
Stephany Griffith-Jones
Profesora del Instituto de Desarrollo (IDS), Universidad de Sussex

Prólogo

Este libro es el resultado de un proyecto de investigación desarrollado por la CEPAL con el apoyo de la Fundación Ford. El texto incluye cinco artículos, enfocados al análisis de economías emergentes, generalmente calificadas como casos 'exitosos' en los informes de las instituciones financieras internacionales y en la prensa financiera, durante episodios iniciados con una oferta de fondos externos muy abundantes. Incluimos los casos de Chile, la República de Corea y México en sus años críticos de los noventa, y a Chile con su profunda crisis de los setenta, y los contrastamos con las positivas experiencias de Chile durante la crisis del tequila y de Taiwán, provincia de China, durante la crisis asiática. Lo novedoso de esta muestra de países, entonces, es que se trata de economías 'exitosas' y encomiadas por manejar eficientemente sus políticas públicas. Todas comparten episodios de una oferta abundante de capitales financieros y los desequilibrios macroeconómicos que han sufrido están asociados con aquella oferta abundante.

Tres artículos corresponden a estudios nacionales, todos con una perspectiva comparativa. Un trabajo del profesor Manuel Agosin, de la Universidad de Chile, hace un paralelo entre los casos de la República de Corea y Taiwán, provincia de China, con un historial convergente entre mediados de los sesenta e inicios de los noventa; los senderos se tornan divergentes en este decenio. El estudio profundiza en las políticas nacionales adoptadas en cada caso y en las motivaciones subyacentes.

Otro texto preparado por el compilador y Heriberto Tapia, ambos economistas de la CEPAL, se concentra en la comparación de tres shocks financieros "positivos" experimentados por Chile; son los casos de los setenta, que explotan en una gran crisis en 1982; un cambio sustancial de la política macroeconómica en 1991-94, que le permitió a Chile salir inmune de la crisis del tequila de 1995, y por último el período 1995-97, que culmina en un ajuste severo en 1999.

El tercer estudio, del economista mexicano doctor Jaime Ros, profesor de la Universidad de Notre Dame, aborda las experiencias contrastantes de México en 1991-94 y 1996-97, se examinan las diversas variables internas y externas que explican las diferencias marcadas entre ambos episodios, y se evalúa la profundidad de los efectos económicos y sociales.

Un cuarto artículo, de la doctora Stephany Griffith-Jones, de la Universidad de Sussex, analiza la actual arquitectura del sistema financiero internacional y su incapacidad para prevenir crisis y para moderar los desequilibrios que suelen conducir a las crisis. El artículo comprende un análisis de diversas propuestas recientes, incluidas las de la misma autora.

Finalmente, con la coautoría de José Antonio Ocampo, secretario ejecutivo de la CEPAL y del editor, el trabajo que inicia el libro procura explicar por qué países considerados 'exitosos' hasta la explosión de las crisis, incurren en desequilibrios macroeconómicos que los tornan ^{vulnerables} propensos a corridas financieras. Para ello se considera la naturaleza de los agentes ofertantes, en especial los especializados en operaciones de corto plazo y alta liquidez; se analiza la evolución de mercados de activos financieros, bursátiles y cambiarios en los países receptores, y se identifica su asociación con trayectorias que culminan en desequilibrios macroeconómicos insostenibles. Sobre esta base, se desarrollan argumentos que contradicen o relativizan cinco postulados de amplia aceptación entre los promotores de la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales.

En la preparación del manuscrito final, concordancias y contenido técnico de las versiones en español e inglés, le debo mucho a la calidad del trabajo profesional de Heriberto Tapia. Lenka Arriagada elaboró, con gran eficiencia, la presentación formal del manuscrito final.

Agradecemos a la CEPAL el ambiente estimulante y la amplia libertad para la reflexión. Nuestros profundos agradecimientos, también, por el valioso apoyo de la Fundación Ford. Naturalmente, todas las opiniones emitidas son de responsabilidad de los respectivos autores.

independiente, sobre un tópico de enorme relevancia para este nuevo decenio.

Ricardo Ffrench-Davis, compilador
Santiago, noviembre 2000



**GLOBALIZACIÓN DE
LA VOLATILIDAD FINANCIERA:
DESAFÍOS PARA LAS
ECONOMÍAS EMERGENTES**

*Ricardo Ffrench-Davis
José Antonio Ocampo**

Introducción

Una de las características sobresalientes de las crisis financieras modernas es que han ocurrido en economías emergentes consideradas generalmente exitosas hasta el momento de la crisis. Además, las crisis recientes son muy distintas de las que sucedieron entre los decenios de 1940 y de 1970 en América Latina, cuando presentaban tres rasgos diferentes a los de las experiencias recientes. En el pasado las crisis suponían, en primer lugar, grandes déficit fiscales financiados desde el exterior, o, en su defecto, por el banco central. Por otro lado, los sistemas financieros internos estaban “reprimidos”, hecho acompañado generalmente por el acceso del sector privado a créditos o redescuentos bancarios con tasas de interés reales negativas. Por último, las crisis de balanza de pagos se asociaban frecuentemente con un empeoramiento abrupto de los términos del intercambio y/o la existencia de tipos de cambio excesivamente revaluados, fruto de decisiones de política explícitas.

En los últimos veinticinco años se ha ido desarrollando, paulatinamente, una nueva variedad de crisis en América Latina y Asia, con cuatro características que las distinguen de las anteriores. En primer lugar, el mercado internacional de capitales ha sido el principal generador de shocks (tanto positivos como negativos). En segundo lugar, los flujos generalmente se han efectuado entre agentes privados, es decir se trata de corrientes de “privados a privados”. Por el contrario, los déficit fiscales han cumplido un papel secundario y, de hecho, en la mayoría de los casos las finanzas públicas estaban equilibradas o eran superavitarias. En tercer lugar, las víctimas de estas crisis financieras han sido economías emergentes (EE) consideradas muy “creíbles” y “exitosas”. En realidad, el grueso de las corrientes financieras privadas se concentró en unos pocos países en desarrollo que figuraban entre los más florecientes y mejor organizados. En cuarto lugar, estas corrientes se han caracterizado por una falta de regulación, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Habitualmente, los sistemas financieros nacionales han sido liberalizados, sin la evolución paralela, en grado suficiente, de un sistema de supervisión y regulación prudencial interno.

En la práctica, por supuesto, la diferencia entre las crisis “nuevas” y las “antiguas” es menos pronunciada que la expuesta. Una experiencia pionera del

* Asesor Regional Principal y Secretario Ejecutivo de la CEPAL, respectivamente. Agradecemos la colaboración de Angela Parra y Heriberto Tapia.

nuevo tipo de crisis fue la registrada en Chile en el decenio de 1970 y primeros años de los ochenta, pero las crisis antiguas siguieron predominando en América Latina en la misma época, y otros países del cono sur se encontraban en una situación intermedia. En el decenio de 1990 ya predominaba el nuevo tipo de crisis, tanto en América Latina como en Asia, aunque ha habido episodios mixtos en que las nuevas crisis aparecían con características antiguas -déficit fiscales y fluctuaciones de los términos del intercambio.

La evolución de las corrientes de capital privado en los últimos treinta años es bien conocida. En el decenio de 1970 se puso a disposición de muchos países en desarrollo un volumen considerable de fondos. Luego, en el decenio siguiente, se produjo una severa y generalizada escasez de financiamiento, sobre todo para los países latinoamericanos. Por el contrario, con la sola excepción de las Filipinas, los países asiáticos afectados por los vaivenes de los mercados financieros internacionales se reajustaron rápidamente y superaron los efectos de contagio. En el decenio de 1990, el financiamiento volvió a América Latina, pero cargado de volatilidad. Luego del retorno de las corrientes de capital entre 1991 y 1994, hubo una gran reducción, con una salida generalizada de los flujos de cartera a fines de 1994 y comienzos de 1995, concentrada en México y Argentina. A la crisis del “tequila” siguió un renovado acceso en 1996-97, pero en 1998-2000 se produjo una nueva escasez de financiamiento externo, como contagio de la crisis que estalló en Asia en 1997, agravada por el empeoramiento de los términos del intercambio de muchos países de la región. En todos estos episodios, los movimientos del financiamiento externo fueron inducidos en gran parte por factores de la oferta¹. Tuvieron un fuerte impacto sobre las economías nacionales en ambos extremos del ciclo, con el contagio del exceso de optimismo, primero, y de un pesimismo exagerado, más tarde.

Hasta 1996, las economías emergentes prósperas de Asia parecían inmunes a la inestabilidad que se asocia a los flujos de capital, según se dedujo por su comportamiento durante la crisis del tequila. En realidad, parte de los egresos de fondos desde los países latinoamericanos se desviaron al Asia durante ese episodio. Los acontecimientos posteriores muestran que ya no operó esa inmunidad, lo que implica que ambas regiones soportaron fuerzas desestabilizadoras comunes.

La sección 1 describe los tres episodios de afluencia masiva de capitales hacia América Latina desde el decenio de 1970. En la sección 2 se pasa revista a los principales efectos macroeconómicos que tuvieron esas afluencias y sus

(1) Hay evidencia de que estos cambios se originaron, en gran medida, en las fuentes de oferta. Véase Calvo (1998); Culpeper (1995).

repercusiones de política. La sección 3 compara la experiencia concreta de distintos países emergentes incluidos en el proyecto de investigación: tres casos de economías consideradas muy “exitosas” hasta que, repentinamente, tuvieron que afrontar graves crisis, a saber: Corea y México en el decenio de 1990 y Chile en el de 1970; Chile en los primeros años de la década de 1990 y Taiwán en los últimos dos decenios se incluyen como ejemplos de economías que, por aplicar políticas macroeconómicas prudentes, pudieron evitar los desequilibrios internos y amortiguar los efectos de contagio. En la sección 4 se analizan cinco planteamientos que involucran la aplicación de recetas falaces que están de moda. En la sección 5 se resumen algunas lecciones que podrían ser útiles para la conducción de la política interna y para la reforma de la arquitectura del sistema financiero internacional.

I. Tres episodios de afluencia financiera a las economías emergentes desde los setenta

A nivel mundial, los factores puramente financieros han estado evolucionando a una velocidad mucho más acelerada que el comercio internacional y la globalización de la producción. En los decenios de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros y a relajar o eliminar sus restricciones sobre el uso de monedas extranjeras (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989). Este fenómeno, junto con las innovaciones revolucionarias en materia de informática y telecomunicaciones, así como en el uso de técnicas financieras cada vez más refinadas, contribuyeron al notable auge de los flujos internacionales. En general, el auge financiero se desarrolló en un contexto de regulación y supervisión flojas o inexistentes, y en el cual, además, las reglamentaciones tenían una sesgo procíclico (Ocampo, 1999 y 2000; Griffith-Jones, 2000; Naciones Unidas, 1999; Turner, 2000).

El ingreso neto de capitales a América Latina representó alrededor de 5% del PIB en 1977-81, 1991-94 y 1996-97. En los tres períodos, los tipos de cambio se apreciaron, lo que llevó, naturalmente, a un acelerado incremento de las importaciones vis-à-vis las exportaciones; el consiguiente déficit en cuenta corriente fue financiado (en realidad, sobrefinanciado) por un fuerte aumento de los pasivos externos (CEPAL, 1998 y 2000b). Todas estas variables macroeconómicas experimentaron sobreajuste². En algunos casos, el proceso de “ajuste” se ancló a

(2) La generación de desequilibrios, en un contexto de repetidas declaraciones sobre la necesidad de mantener los equilibrios macroeconómicos, revela una insuficiente comprensión sobre la forma de lograr equilibrios sostenibles y consistentes con el proceso de desarrollo. Véase French-Davis (1999, cap. VI).

una variable dominante única, lo que generalmente ha determinado desequilibrios en otras variables; frecuentemente, un descenso de la inflación ha estado asociado con la apreciación del tipo de cambio real y déficit externos crecientes. Como es evidente, ese tipo de ajuste se facilitaba con el acceso al financiamiento externo; es decir, probablemente habría estado ausente si la oferta de financiamiento hubiera sido escasa.

A consecuencia del mayor volumen de financiamiento externo disponible se generó una demanda mayor por acceder a él, debido a políticas internas procíclicas o pasivas. Los países receptores que adoptaban tales políticas procíclicas registraban así una creciente revaluación cambiaria, con mayores déficit en cuenta corriente financiados en alto grado con afluencias volátiles de capital, y tendían a volverse cada vez más vulnerables frente a sus acreedores externos. El ejemplo más conspicuo fue el de México en 1991-94 (Ros, 2000). Dada la gran cantidad de activos financieros colocados en la región, los acreedores se volvieron más sensibles ante cualquier “mala noticia”. Esta sensibilidad aumentaba fuertemente con el volumen de los pasivos de corto plazo (Rodrik y Velasco, 1999).

El aumento espectacular de las corrientes financieras internacionales en los últimos años ha sido más diversificado en el decenio de 1990 en comparación con los setenta, pero la situación es ahora potencialmente más inestable, ya que la tendencia ha sido ir desde el crédito bancario de largo plazo, predominante en el decenio de 1970, hacia los flujos de cartera, los préstamos bancarios de corto y mediano plazo y los depósitos a plazos cortos; es decir, una proporción muy alta de la nueva oferta de financiamiento se caracteriza por ser de corto plazo o líquida. Así, paradójicamente, ha ocurrido una diversificación hacia una mayor volatilidad en los noventa; el mejoramiento relativo después del tequilazo, en que aumentó la proporción de la inversión extranjera directa³, incluyó todavía una proporción apreciable de flujos volátiles. Sobre las bases establecidas para los bonos Brady a fines de los años ochenta, un amplio mercado líquido para las inversiones de cartera se consolidó en los noventa, siendo América Latina el principal destino del financiamiento por la vía de bonos y acciones; este mercado ofrecía expectativas de una alta rentabilidad durante las fases ascendentes de ambos ciclos en el decenio de 1990, como se examinará más adelante (véase la sección 2c).

En 1991, el stock efectivo de activos invertidos en América Latina por los inversionistas que habían *descubierto* estos mercados emergentes estaba,

(3) La relación positiva, bien documentada, entre la inversión extranjera directa y la inversión productiva (véase French-Davis y Reisen, 1998, cap. I) se debilitó por el hecho de que alrededor de un 40% de la inversión extranjera directa corresponde a adquisiciones de las empresas latinoamericanas y no a la creación de nueva capacidad (véase CEPAL, 2000a, cap.1).

evidentemente, por debajo del stock deseado. Es así como hacia 1994 los inversionistas habían colocado un volumen notable en la región. Los ingresos netos de capital financiaron los crecientes déficit en cuenta corriente, y los pasivos se fueron acumulando con el tiempo. A veces se registraban al mismo tiempo grandes descalces en la estructura de los vencimientos en las hojas de balance de los intermediarios financieros nacionales cuando se usaban fondos externos de corto plazo para financiar créditos internos de plazos mayores; este problema era tanto más agudo en el segmento dolarizado del sistema financiero o en aquellos casos en que se empleaban las líneas de crédito externo interbancario como fuente importante del financiamiento interno.

En consecuencia, la región entró en una *zona de vulnerabilidad*, en que la economía se tornó cada vez más sensible a los acontecimientos políticos o económicos adversos y “quedó sometida a las veleidades de unos pocos analistas de Londres, Frankfurt y Nueva York” (Rodrik, 1998). Esto es, las economías quedan “a merced de los ocasionalmente antojadizos mercados de capitales” (Calvo, 1998). Mientras más tiempo y más profundamente se permanezca en esa zona, más severa es la *trampa financiera* en la que caen las autoridades, y menores son las probabilidades de salir sin sufrir una crisis. México y Argentina estuvieron particularmente entrampados en 1994. En contraste, Chile había evitado deliberadamente penetrar en la zona de vulnerabilidad. Por su parte, los países de Asia Oriental y Sudoriental apenas comenzaban a aventurarse por ese camino en los primeros años de los noventa, siendo a veces más graves los problemas de descalce de madurez en las hojas de balance de los intermediarios financieros nacionales de algunos países que aquéllos de empeoramiento de su saldo neto de endeudamiento. En el siguiente ciclo, varias economías, tanto de Asia como de América Latina, se sumergieron de lleno en la zona de vulnerabilidad, lo que se tradujo en profundas crisis en ambas regiones (véase la sección 3).

2. Entradas de capitales y deterioro de los fundamentos macroeconómicos

Las economías latinoamericanas han mostrado una gran vulnerabilidad ante los vaivenes de los mercados financieros internacionales, los que han actuado como un poderoso factor procíclico para las economías emergentes. La significativa inestabilidad de las economías latinoamericanas ha estado asociada con la volatilidad de los mercados internacionales desde el decenio de 1970 y con las políticas macroeconómicas procíclicas adoptadas por los países receptores. Varias economías emergentes de Asia se unieron al grupo en los años noventa.

El crecimiento anual del PIB se elevó en los países latinoamericanos desde una tasa de 1,3% en el decenio de 1980 a 4,1% entre 1991 y 1994 y a 4,5% en 1996-97, aunque hubo ajustes recesivos en 1995 y en 1998-99 (véase el cuadro 1). Con éstos incluidos, en promedio, el PIB creció sólo 3,3% en los últimos 10 años (1991-2000). Dada la alta inestabilidad del PIB, la cifra precisa depende del período que se considere. Para los noventa (1990-99), la tasa fue 2,8% pues el período comienza y termina con una recesión. Entre *peak y peak* (1989-2000) el crecimiento promedio fue 2,9%.

Cuadro 1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL:
PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1971-2000
(tasas de crecimiento anual, %)

A. AMÉRICA LATINA

	1971-80	1981-89	1990	1991-94	1995	1996-97	1998-99	1991-2000
Argentina	2,8	-0,7	-2,0	8,0	-2,9	6,7	0,4	4,3
Brasil	8,6	2,3	-4,6	2,8	4,2	3,0	0,5	2,6
Chile	2,5	3,0	3,3	7,5	9,1	6,9	1,5	6,1
Colombia	5,4	3,7	4,3	4,3	5,2	2,8	-2,1	2,7
México	6,7	1,5	5,1	3,5	-6,1	6,1	4,3	3,5
Perú	3,9	-0,7	-6,0	5,1	8,6	5,4	1,0	4,6
Venezuela	1,8	-1,5	5,5	3,2	-1,9	3,4	-3,6	2,1
América Latina (19)	5,6	1,3	-0,6	4,1	1,1	4,5	1,2	3,3

Fuente: CEPAL, expresado en dólares de 1980 para 1971-80, en dólares de 1990 para 1981-90 y en dólares de 1995 para 1991-2000.

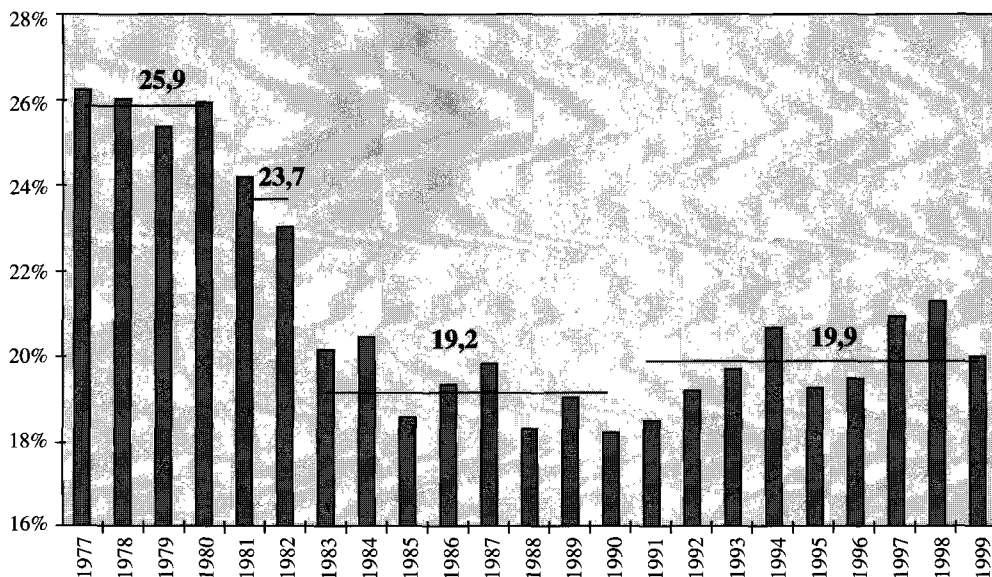
B. ASIA ORIENTAL

	1971-80	1981-90	1991-92	1993-96	1997	1998	1999	1991-2000
Corea	9,0	8,8	7,3	7,3	5,0	-6,7	10,7	6,1
Filipinas	5,9	1,7	-0,1	4,2	5,2	-0,6	3,3	2,8
Indonesia	7,7	5,5	8,1	7,7	4,7	-13,2	0,2	4,2
Malasia	7,8	5,2	9,2	9,7	7,5	-7,5	5,4	7,1
Tailandia	7,9	7,9	8,3	8,0	-1,7	-10,2	4,2	4,5
Taiwán	9,3	8,5	7,5	6,7	6,7	4,6	5,7	6,5
Asia Oriental (6)^a	8,1	7,0	7,3	7,3	4,8	-4,2	6,5	5,6

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, noviembre de 2000, Banco Asiático de Desarrollo y JP Morgan.

^a En cada período, el PIB de cada país se ponderó por su participación promedio en el producto de la región expresado en dólares corrientes.

Gráfico 1
AMÉRICA LATINA: INVERSIÓN BRUTA FIJA, 1977-99
 (% del PIB)



Fuente: Sobre datos de CEPAL para 19 países. Cifras escaladas a precios constantes de 1995.

En cualquier caso, un crecimiento promedio de la capacidad productiva del orden de 3% (1,3% per cápita) es notablemente bajo en comparación con las expectativas generadas en torno a las reformas económicas. La comparación con la época de oro anterior es impactante. En los decenios que van de 1950 a 1980, el PIB había crecido a una tasa de 5,5% anual (2,7% por habitante); por su parte, se registraron altas tasas de inversión interna, las que sustentaron aquel crecimiento económico relativamente vigoroso. En el decenio de 1980, descendió abruptamente la inversión interna bruta: 7 puntos del PIB. Por el contrario, fue débil la recuperación en los noventa (véase el gráfico 1). De hecho, la inversión creció mucho menos durante este decenio que los ingresos de capital, por lo que una parte considerable de éstos financió un mayor consumo y desplazó así el ahorro interno (véase la sección 4d y Ffrench-Davis, 1999, caps. I y V; Uthoff y Titelman, 1998).

a) La sostenibilidad de la recuperación de las economías en recesión

La coyuntura macroeconómica nacional tiene fuertes implicaciones para la naturaleza del vínculo entre las corrientes de capital y la actividad económica. Cuando existe una restricción externa dominante (RED), toda entrada de capitales

ayudará a relajarla, facilitando así la recuperación de la actividad económica. Estas restricciones han sido características de varios episodios en los países latinoamericanos y fueron más comunes desde comienzos de los años ochenta hasta 1990, en 1995 y en 1998-2000.

En los primeros años de la década de los noventa, la renovada afluencia de capitales contribuyó a la recuperación de la actividad económica. Además, facilitó la adopción de exitosos ajustes antiinflacionarios. Argentina y Perú ofrecen dos ejemplos sobresalientes de países con una gran capacidad subutilizada que hacían frente a una hiperinflación; las medidas para hacer desaparecer la restricción externa y reintroducir la disciplina macroeconómica para combatir la hiperinflación, fueron muy complementarios. Los efectos monetarios de la acumulación de reservas y los efectos riqueza de la apreciación del tipo de cambio tendieron a elevar la demanda global, lo que facilitó la recuperación de la actividad económica. En el otro extremo se encontraban Chile y México, donde la subutilización de capacidad era insignificante, y por lo tanto no existía la relación automática entre las entradas de capital y aumento del PIB efectivo. Que se creara una relación positiva dependía, en estos casos, de la capacidad para transformar el mayor financiamiento externo en mayor inversión.

En promedio, durante 1991-94, gracias a la mayor utilización de la capacidad, el PIB de América Latina se elevó más rápido que la frontera productiva. Se estima que alrededor de un tercio del crecimiento anual de 4,1% en los años 1991-94 se basó en un mayor aprovechamiento de la capacidad productiva. En 1995, la restricción externa se convirtió en una variable relevante y el crecimiento del PIB fue inferior al de la capacidad productiva. Con la renovación de los ingresos de capital en los años siguientes se activó nuevamente la recuperación, basada en parte en el exceso de capacidad resultante del ajuste recesivo en 1995. Sin embargo, la reaparición de la restricción externa en 1998-99, sobre todo en América del Sur, llevó a una nueva recesión.

Una conclusión que se deriva de este análisis es que toda investigación seria debe tomar en cuenta las grandes fluctuaciones en la tasa de utilización de la capacidad productiva, cuando se intente medir la productividad y la eficiencia de las políticas y reformas. Cuando existe capacidad ociosa, la recuperación naturalmente tiene un alto rendimiento social y privado, pero éste se asienta en desequilibrios anteriores: en utilidades, salarios, impuestos y empleo no realizados. Que la recuperación dé lugar a un crecimiento más sostenido, dependerá en alto grado de las características de la transición económica en dos dimensiones diferentes. En primer lugar, dependerá de cuán rápido se haya ampliado la capacidad, por efecto de la inversión física, en la gente y ganancias de productividad; estos factores determinan el potencial de crecimiento futuro. En

segundo lugar, dependerá de la sostenibilidad del entorno macroeconómico que se genera durante la recuperación, es decir, de los tipos de cambio y tasas de interés, el déficit en cuenta corriente, la vulnerabilidad financiera del mercado nacional, las cuentas fiscales y los precios de los activos. Estos factores determinarán si puede mantenerse el crecimiento de la demanda o si estará sujeto a correcciones asociadas con los desequilibrios acumulados durante la recuperación.

b) Sobreajuste expansivo en las economías emergentes de Asia y América Latina

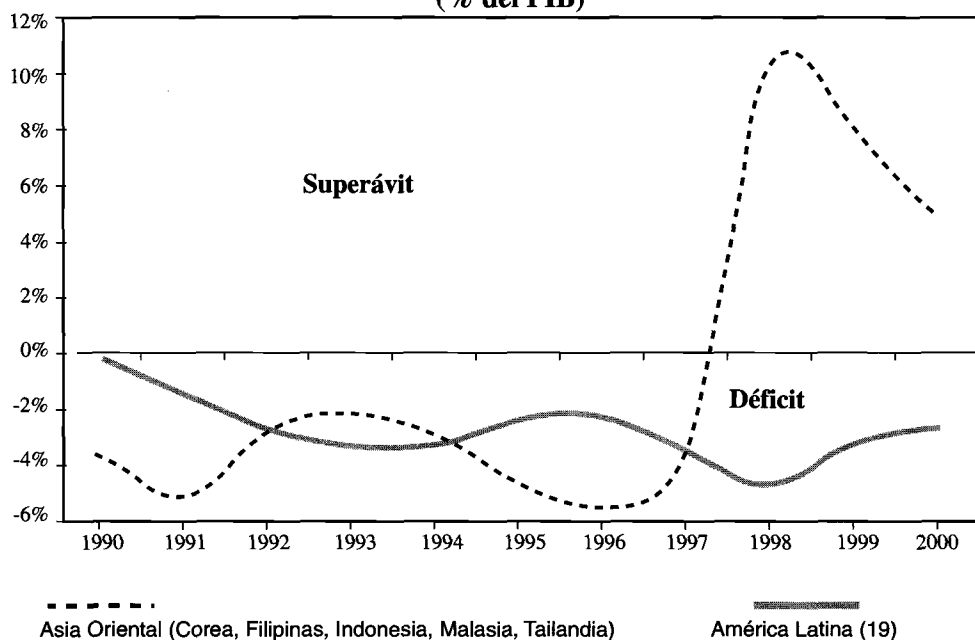
La mayor disponibilidad de financiamiento en los noventa eliminó la restricción externa dominante que había impuesto un decenio de recesión a América Latina. Sin embargo, no se sentaron las bases para el crecimiento, pues la inversión no se elevó a un ritmo acelerado; al mismo tiempo se fueron acumulando otros desequilibrios. La producción efectiva se aproximó así a la frontera productiva, mientras el tipo de cambio se sobrevaluaba⁴ y se generaban burbujas en los mercados de valores (véanse los cuadros 2 y 3 y más abajo). Junto con la acumulación de pasivos externos (véase el gráfico 2), que eran líquidos en parte significativa, las economías se volvieron más vulnerables frente a futuros shocks externos negativos. Con algunas variantes, esta historia ocurrió tanto en 1991-94 como en 1995-97, y a su vez repetía la trayectoria hacia la crisis de 1976-81.

Durante 1995, la región asiática casi no sintió los efectos del tequilazo. Ni siquiera se vieron afectados Malasia y Tailandia, economías con grandes déficit en cuenta corriente. Por consiguiente, en el año 1996 muchos destacados investigadores y observadores sostenían que tales déficit no importaban si se mantenían altas tasas de inversión y crecimiento económico.

Varios países asiáticos habían logrado regular con éxito los ingresos de capitales y los mercados cambiarios durante largos períodos (véanse los casos de Malasia, Indonesia y Tailandia, en Sachs, Tornell y Velasco, 1996; y el de Corea y Taiwán, en Agosin, 2000). En realidad, el proceso de desarrollo económico era sostenido, y a tasas muy altas. En 1970-96, el crecimiento anual del PIB promedió 8% en el conjunto de Corea, Indonesia, Malasia, Tailandia, Taiwán y Filipinas (el

(4) Cabe recordar que varios países latinoamericanos estaban aplicando liberalizaciones drásticas de las importaciones junto con la apreciación cambiaria. Véase Ffrench-Davis (1999, cap. III) y CEPAL (1998, cap. V). El arancel medio para las importaciones se redujo de 45% a mediados del decenio de 1980 a 13% a mediados de los noventa; además, las restricciones no arancelarias también se rebajaron considerablemente.

Gráfico 2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL:
BALANCE EN CUENTA CORRIENTE, 1990-2000
 (% del PIB)



Fuente: CEPAL y FMI.

único de crecimiento bajo; véase el cuadro 1); la tasa de inversión superaba frecuentemente el 33% con un coeficiente de ahorro interno cercano a ese nivel extraordinario. La inflación era baja (en torno al 5% anual), y los presupuestos fiscales o estaban equilibrados o registraban un superávit (la excepción era Taiwán, con un déficit persistente elevado). En cambio, el crecimiento medio del PIB en América Latina era de 2% y la tasa de inversión fluctuaba alrededor del 20%.

¿Cómo se explica el brusco empeoramiento de la situación en Asia?

En primer lugar, el dinamismo de sus exportaciones se debilitó en muchas economías asiáticas. Varios sectores de exportación, que habían disfrutado de una demanda muy dinámica, vieron como se restringían sus mercados, debido a un exceso temporal de la oferta (Radelet y Sachs, 1998) o porque los mercados estaban llegando a un punto de saturación. La larga crisis japonesa fue un factor coadyuvante de la intensidad de estos problemas.

En segundo lugar, la fuerte moda de la liberalización financiera, que se dio en todo el mundo, penetró también en varios países asiáticos en los noventa (Agosin, 2000; Ariff y Ean, 1999; Furman y Stiglitz, 1998; Jomo, 1998). China y Taiwan fueron dos excepciones notables. En realidad, los ingresos de capital y los déficit en cuenta corriente aumentaron considerablemente en Corea y Tailandia a partir de 1993 (véase el gráfico 2 para el conjunto de Asia Oriental-5). Los desequilibrios externos no estaban asociados con déficit fiscales y no suponían una pérdida de reservas internacionales, por el contrario, en Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia las reservas internacionales se acumularon persistentemente entre 1992 y comienzos de 1997, alimentadas por entradas de capitales; sus reservas internacionales más que se duplicaron en ese período. Todos los antecedentes estarían indicando que la causa del desequilibrio fue el aumento del gasto privado, estimulado por los ingresos de capital, los que permitieron relajar las restricciones de liquidez. El auge del crédito interno inducido así, fue acompañado por movimientos especulativos en bienes raíces y precios bursátiles. En algunos casos el abaratamiento de las importaciones, provocado por la apreciación cambiaria real y la liberalización comercial, también contribuyó al auge de las importaciones.

En tercer lugar, la mayoría de los ingresos de capitales fueron de corto plazo, incluso una gran proporción de los préstamos interbancarios (FMI, 1998; Radelet y Sachs, 1998). Fue así como las hojas de balance de las empresas se volvieron muy vulnerables por efecto de los descalces cambiario y de madurez y el acelerado endeudamiento de las empresas (Krugman, 1999). La debilidad de la supervisión prudencial del sistema financiero, que no tenía tanta importancia en los mercados nacionales, otrora reprimidos, se hicieron evidentes con la liberalización financiera y el auge del crédito.

La vulnerabilidad se asociaba así en los países asiáticos con un empeoramiento de los fundamentos macroeconómicos, estimulado por la afluencia de capitales, que llevó a la apreciación del tipo de cambio (en forma moderada en comparación con América Latina), al auge de la demanda privada global (con un crecimiento significativo del déficit en cuenta corriente, correspondiente a 5 puntos del PIB en Corea, 2 puntos en Indonesia y 3 puntos en Tailandia) y la creciente vulnerabilidad de los balances de los intermediarios financieros nacionales. El desequilibrio fue advertido por los mercados financieros recién en 1997 y se cobró un elevado costo en 1998. Este error de política fue el mismo en que incurrió la similar reforma financiera de Chile en los setenta (Ffrench-Davis y Tapia, 2000) y la de México en los años noventa (Ros, 2000).

c) Por qué el mercado no impide que se excedan los límites sostenibles

En general, tanto en América Latina como en Asia, las autoridades operaban con un criterio procíclico, lo que permitía que la afluencia de capitales se transmitiera al interior del país, según se aprecia en los cuadros 2 y 3 y el gráfico 2. Así, se entró en una trampa financierista de donde era muy improbable escapar sin un ajuste traumático, en el cual las autoridades se ven forzadas a enfrentar un tipo de cambio real y tasas de interés excesivamente altos y restricciones de liquidez notables. Todo ello conforma, entonces, un entorno macroeconómico muy poco “amigable” para trabajadores y empresas.

La mayoría de las autoridades (y observadores), pensaba que no debían actuar durante la etapa expansiva o que no podían actuar, o preferían aprovechar un poco más la bonanza de capitales. Después de los hechos, la mayoría de los observadores concordó en que los desequilibrios se habían ido gestando de a poco. Dado que los flujos voluntarios necesitan la disposición tanto de acreedores como de deudores para poder ocurrir, ¿por qué ninguna de las partes actuó oportunamente para morigerar esas corrientes? ¿Por qué los deudores no detienen el ingreso de capitales antes que se produzca la crisis? ¿Por qué los acreedores no acometen esta tarea cuando fallan los deudores? ¿Por qué, si algunos especialistas fueron capaces de constatar el problema y advertir sobre la creciente vulnerabilidad en los tres episodios, el mercado no tomó medidas para evitar una crisis grave?⁵

La asimetría de información entre los acreedores y los deudores, la falta de una adecuada internalización de las externalidades negativas que genera cada agente sobre los demás (por su creciente vulnerabilidad) y otras imperfecciones de los mercados de capitales internacionales explican los ciclos de abundancia y escasez del financiamiento externo (McKinnon, 1991; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000; Wyplosz, 1998). Ellos contribuyen al comportamiento de rebaño, al contagio transfronterizo y a los equilibrios múltiples.

Pero, más allá de ello, es de vital importancia reconocer la naturaleza específica de los agentes que predominan por el lado de los acreedores. Los horizontes de plazo corto constituyen un rasgo sobresaliente de los acontecimientos de los años noventa, como se aprecia por la volatilidad de los movimientos de capital que caracterizaron los ciclos de auge y caída. La difusión gradual de la información sobre las posibilidades de inversión es otra característica clave; los agentes de distintos segmentos del mercado financiero se incorporan gradualmente

(5) Por ejemplo, véase la advertencia sobre América Latina, formulada ya a mediados de 1992, reproducida en French-Davis (1999, cap. VIII.B).

a las operaciones internacionales a medida que se dan cuenta de las posibilidades de lucro que ofrecen las economías emergentes. Así se explica por qué los tres auges de capital en las economías emergentes fueron *procesos* que duraron varios años y no se trató de un cambio abrupto por una sola vez de la oferta.

Por el lado del mercado interno, en el caso de América Latina las oleadas de capitales, dirigidas a economías que se encontraban en recesión, con mercados accionarios y de bienes raíces deprimidos, así como con altas tasas de interés y tipos de cambio depreciados, ofrecían expectativas de altas tasas de rentabilidad⁶. En efecto, a comienzos del decenio de 1990 los precios de las acciones y de los bienes raíces se encontraban muy deprimidos en América Latina. Se produjeron así ganancias de capital que promediaron el 300% en las bolsas de valores latinoamericanas entre fines de 1990 y septiembre de 1994 (véase el cuadro 2)⁷, con una relación precios/utilidad que subía rápidamente. Después de una fuerte caída durante la crisis del tequila, que contagió a todas las bolsas de valores de la región, los precios medios casi se duplicaron entre marzo de 1995 y junio de 1997, empujados de nuevo directamente por las entradas de cartera.

En lo que se refiere a las tasas internas de interés, al inicio de cada episodio eran altas, reflejando la restricción externa dominante que afectaba a diversos países, políticas monetarias restrictivas vigentes y el sesgo corto-placista que caracterizó a las reformas financieras aplicadas en América Latina (Ffrench-Davis, 1999, cap. II). Por último, y sin por ello agotar la lista, la mayor oferta de financiamiento externo se tradujo en un proceso de apreciación del tipo de cambio en la mayoría de los países latinoamericanos (véase el cuadro 3); ese proceso estimuló, a su vez, la afluencia de capitales por parte de los agentes financieros que operaban con horizontes de vencimiento dentro de los límites de la apreciación esperada de la moneda nacional.

La interacción entre ambas series de factores (naturaleza de los agentes y un proceso de ajuste) explica la dinámica histórica de los movimientos de capital financiero. Cuando los acreedores descubren un mercado emergente, comienzan sus operaciones sin exposición previa. Entonces generan una serie de flujos consecutivos, que se acumulan haciendo aumentar rápidamente el stock de sus

(6) Un resultado similar debería obtenerse en una economía emergente que evoluciona desde un mercado financiero cerrado a uno con una cuenta de capitales abierta. Naturalmente, la rentabilidad tenderá a ser mayor en las economías emergentes, que se caracterizan por la escasez de capital, en comparación con los mercados maduros con abundancia de capital productivo.

(7) Las cifras están expresadas en dólares corrientes; deben agregarse las utilidades distribuidas y restarse la inflación del dólar a fin de calcular la tasa de rentabilidad real.

Cuadro 2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL:
PRECIOS DE ACCIONES, 1990-2000
(índices, julio 1997 = 100)

	Dic-90	Sept-92	Sept-94	Mar-95	Jul-97	Ago-98	Dic-99	Sept-00
Argentina	13,4	46,9	78,2	53,5	100,0	53,4	86,7	73,9
Brasil	8,0	22,1	71,8	42,8	100,0	44,4	73,5	71,2
Chile	24,5	51,4	93,1	89,4	100,0	48,0	75,3	66,3
Colombia	16,6	65,0	113,1	96,3	100,0	49,9	44,9	28,6
México	38,6	72,7	132,1	45,9	100,0	49,7	110,8	102,1
Perú			72,9	56,4	100,0	57,3	66,0	52,0
Venezuela	84,9	82,2	50,8	37,9	100,0	26,2	37,4	46,4
A. América Latina (7)	21,7	44,6	92,5	52,3	100,0	47,2	84,0	77,7
Corea		87,6	187,2	161,9	100,0	30,2	135,5	82,0
Filipinas		67,1	134,6	108,6	100,0	30,4	61,0	36,8
Indonesia		53,7	84,2	71,6	100,0	11,1	37,0	16,7
Malasia		63,7	119,0	103,5	100,0	16,8	49,9	42,7
Tailandia		133,9	279,8	236,3	100,0	19,0	59,1	27,9
Taiwán		37,1	80,9	73,5	100,0	47,6	84,1	63,6
B. Asia Oriental (6)		49,9	110,0	97,9	100,0	37,0	101,6	72,1

Fuente: Basado en IFC/Standard & Poors, Emerging Stock Market Review, varios números. Los promedios del Asia Oriental y de América Latina fueron ponderados por el volumen de transacciones. Los valores corresponden al fin de cada período, expresados en dólares corrientes de EE.UU.; se excluyen los dividendos distribuidos. Las fechas seleccionadas corresponden a máximos y mínimos para el promedio de América Latina.

activos en el mercado emergente. La sensibilidad de los acreedores ante las malas noticias aumenta notablemente con el mayor volumen de sus activos financieros en el país (o región) y con el grado de dependencia del deudor de flujos adicionales, lo que se relaciona con la magnitud del déficit en cuenta corriente, el refinanciamiento de las obligaciones que van venciendo y la cantidad de pasivos líquidos que pueden salir del país en caso de crisis. No debiera resultar sorprendente que, después de un alza importante en el precio de los activos y apreciaciones cambiarias pronunciadas con el aumento del volumen de los pasivos externos, crezca exponencialmente la probabilidad de un vuelco en las expectativas.

Cuadro 3
AMÉRICA LATINA: TIPO DE CAMBIO REAL^a, 1987-2000
(índices, 1987 - 90 = 100)

	1987-90	1994 IV	1995 I	1997 III	1999 I	2000 II
Argentina	100,0	63,1	63,8	65,6	56,6	57,2
Brasil	100,0	74,3	71,5	64,4	102,8	93,6
Chile	100,0	96,4	97,1	80,2	85,8	87,3
Colombia	100,0	80,4	79,7	71,2	80,3	91,1
México	100,0	75,9	116,3	81,4	81,9	71,2
Perú	100,0	59,3	59,9	56,0	64,5	63,6
Promedio ponderado (18)	100,0	75,9	83,9	71,3	85,3	80,0

Fuente: Basado en cifras oficiales de 18 países procesadas por CEPAL.

^a Promedios trimestrales correspondientes al promedio de los índices del tipo de cambio (oficial principal) real de la moneda de cada país respecto de las monedas de sus principales socios comerciales, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países; inflactado por el IPC externo y deflactado por el IPC interno; para Brasil se ponderó el índice del IPC de Río (2/3) y la nueva serie oficial de inflación (1/3). Los trimestres seleccionados corresponden a máximos y mínimos para el promedio de América Latina.

Tanto la acumulación de stocks así como un posterior cambio de signo de los flujos financieros, pueden ser considerados como respuestas racionales por parte de cada operador individual, dado el horizonte de corto plazo que caracteriza a los principales agentes por el lado de la oferta. Esto se explica por el hecho de que los inversionistas con horizontes cortos no se preocupan del mejoramiento o empeoramiento de los indicadores fundamentales (de largo plazo), mientras continúan ingresando capitales. Lo que les importa principalmente es que ciertos indicadores cruciales -bienes raíces, precios de bonos y acciones, y tipos de cambio- sigan rindiéndoles utilidades en el corto plazo y, obviamente, que la liquidez de los mercados les permita echar marcha atrás oportunamente; siendo así, seguirán invirtiendo su dinero hasta que parezca inminente un vuelco en la coyuntura. De este modo, para los operadores financieros más influyentes, las variables que más importan no se relacionan con los indicadores fundamentales (de largo plazo) sino con la utilidad inmediata. Así se explica cómo puedan cambiar radicalmente de opinión de un día al otro sobre la situación económica de un país cuyos parámetros fundamentales, salvo por su liquidez en moneda extranjera, siguen casi inalterados durante la transición desde un sobreoptimismo a un sobrepesimismo.

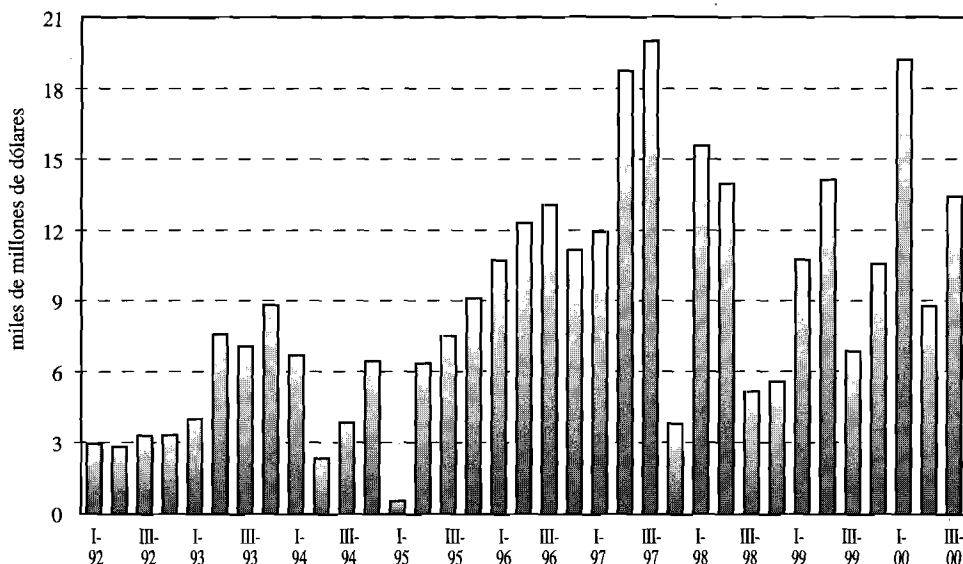
Siendo así, sería errónea, por ejemplo, la visión predominante de que la crisis mexicana de 1994 no podía haberse previsto por el ocultamiento de información. Si bien es cierto que la información sobre las reservas internacionales aparecía sólo esporádicamente, no lo es menos que se disponía de manera regular de los datos claves sobre la apreciación del tipo de cambio real, el alto déficit en cuenta corriente y su financiamiento con recursos volátiles, así como el escaso crecimiento del PIB pese a las abundantes entradas de capital. Asimismo, también había información sobre el significativo desplazamiento (crowding-out) del ahorro nacional y existían análisis que destacaban ese hecho. No obstante, eran generalizadas las alabanzas de las políticas mexicanas en las instituciones o la prensa financiera y evaluadores de riesgo (Gurría, 1995, p.281), estimuladas también por la incorporación de México a dos clubes de países ricos en 1994: el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y la OCDE. El problema esencial, sin embargo, era que ni por el lado de la oferta ni por el de la demanda se prestaba suficiente atención a las informaciones disponibles, hasta que estalló la crisis.

Es interesante señalar que, en los tres períodos de auge, siguieron cayendo los spreads, mientras que el volumen de pasivos externos subía abruptamente: durante 5-6 años en el decenio de 1970; en 3-4 años antes de la crisis del tequila, un par de años después de la crisis asiática. Esto implica, durante la etapa expansiva del ciclo, la existencia de una curva de oferta de mediano plazo de inclinación negativa, lo que ciertamente es una característica desestabilizadora (véase el gráfico 3, para 1992-2000).

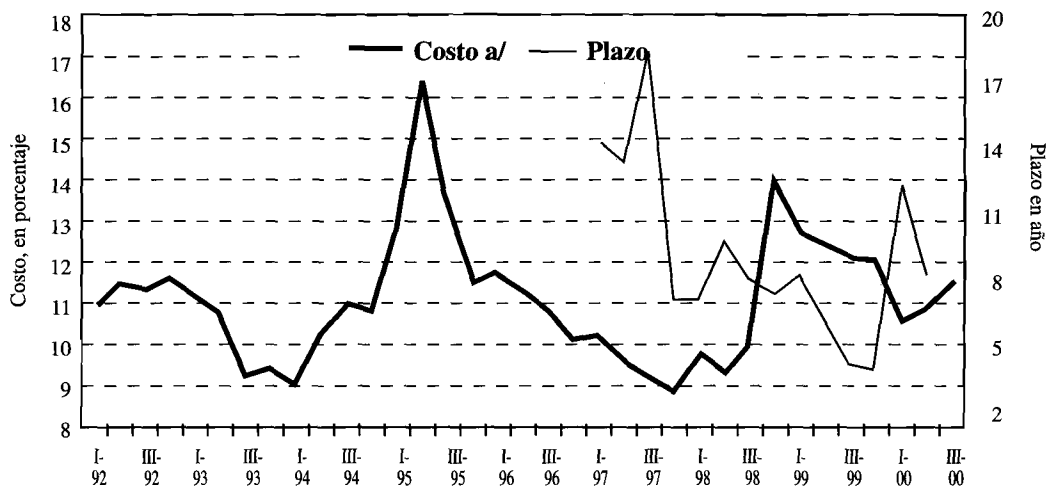
Un hecho preocupante es que agentes económicos especializados en microfinanzas, que son muy competentes en su labor, pero que son “miopes por entrenamiento e incentivos”, han llegado a determinar la coyuntura macroeconómica y el diseño de las políticas. No es raro que esto se traduzca en desequilibrios macroeconómicos insostenibles, macroprecios “erróneos” o desalineados, y un clima negativo para la inversión productiva (sobre todo en transables). Entonces, lo que resulta “irracional”, y a todas luces ineficiente desde el punto de vista de la asignación de los recursos y la productividad total de los factores, es que las autoridades, cuya misión se orienta al largo plazo, se entrapen con las presiones y recomendaciones de expertos y medios de comunicación con un claro sesgo microfinanciero; ello suele desembocar en una “exuberancia irracional”, usando la conocida expresión de Greenspan. De ahí que sea necesario que las autoridades macroeconómicas asuman su responsabilidad de hacer prevalecer las variables fundamentales, para lograr equilibrios macroeconómicos

Gráfico 3 AMÉRICA LATINA: EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS, 1992-2000

A. Monto



B. Costos y plazos



Fuentes: CEPAL, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

a/ Costo total igual a la suma del diferencial promedio de las colocaciones de los bonos y el rendimiento de los bonos a largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos.

que sean sostenibles, y también funcionales para el crecimiento económico de largo plazo. Para eso deben evitar penetrar en las *zonas de vulnerabilidad* durante los ciclos económicos de bonanza de capitales, que tienden a sumergir los diseños de política en la *trampa financierista*.

3. Costos económicos y sociales de las crisis mexicana y asiática en los estudios por países seleccionados

Un lugar común en la literatura es que la única manera correcta de conducir la política económica supone una cuenta de capitales abierta tal como Corea y México lo entendieron en los noventa. En contraste, el hecho incontrovertible es que hay mucho espacio para la diversidad de políticas. De hecho, Chile y Taiwán ofrecen dos ejemplos notables de variantes de política eficaces y de una administración macroeconómica prudencial de la cuenta de capitales.

a) México y la crisis del tequila

La crisis mexicana que estalló en 1994 muestra el perjuicio que puede ocasionarse cuando un país absorbe un volumen masivo de ingresos de capital, que se traduce en un gran volumen de pasivos externos (especialmente cuando predomina el financiamiento de corto plazo o líquido) y en una expansión excesiva del crédito interno (Ros, 2000; Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Entre 1990 y 1994, los productores y los consumidores se acomodaron a un volumen de gasto total que rápidamente fue mucho mayor que el PIB potencial. El tipo de cambio real se apreció significativamente, contribuyendo al aumento drástico del déficit externo. Como las cuentas del sector público estaban equilibradas, el desequilibrio se dio en el sector privado. Cuando se disiparon las expectativas de rentabilidad en 1994, después de varios shocks negativos bien conocidos, los volúmenes de endeudamiento llegaron a ser insostenibles. En ese momento, una pronunciada reducción del financiamiento por parte de los acreedores obligó a México a emprender un reajuste muy restrictivo, y se registró una devaluación masiva luego de adoptar un tipo de cambio flexible, pese al gran apoyo internacional que recibió México en 1995 (Lustig, 1997). En 1995, México sufrió una caída de 6,1% del PIB y de casi 30% en la formación de capital.

La recuperación de la tasa de crecimiento del PIB se produjo poco después, pero con un promedio general de apenas 2,9% en 1995-99. Cabe señalar que este lento crecimiento se dio pese a que México disfrutaba de un estímulo positivo considerable gracias a la bonanza en los Estados Unidos, que se reflejó en la vigorosa expansión del volumen de sus exportaciones (16% anual en 1995-99), de las cuales cuatro quintas partes se destinaron a los mercados estadounidenses; México registró un acelerado crecimiento sólo en el 2000. La abrupta caída del coeficiente de inversión en 1995 no se recuperó plenamente sino hasta 1998. Los salarios reales decayeron intensamente durante la crisis y estaban lejos de haberse recuperado hacia el año 2000. Lo propio sucedió con la pobreza: subió de 45% a 52% de la población entre 1994 y 1996 y, aunque bajó a 47% en 1998, no había retomado los niveles anteriores a la crisis (CEPAL, 2000c).

En 1995, la crisis mexicana no tuvo un efecto generalizado en toda la región, como sucedió en 1982. La excepción fue la economía argentina, que se vio seriamente afectada por el contagio, con caídas importantes del PIB, empleo e inversión en 1995.

No obstante, durante 1995 en muchos países aparecieron corrientes negativas en diversos segmentos de la oferta de fondos, en especial en los mercados de bonos, depósitos y acciones. Con posterioridad, las corrientes de fondos volvieron a tornarse abundantes. Particular fuerza tuvo la recuperación del PIB en Argentina y México, dada la abrupta caída que registraron ambos países en 1995, que había generado una brecha importante entre la capacidad productiva y el PIB efectivo. La importante reactivación consiguiente llevó a una mirada complaciente -en esos países, en las IFI y en casi en todas partes- sobre los efectos de las crisis y de la capacidad de recuperación. Sin embargo, considerando el período 1995-99 en su conjunto, fue lento el crecimiento en México (2,9%), como hemos visto, y aún más en la Argentina (2,2%), donde, de hecho, se registró una nueva y grave recesión en 1999-2000.

Se acentuaron también diferencias importantes entre Argentina y México. México abandonó el tipo de cambio casi fijo que regía en 1990-94 por un tipo flexible que le permitió ajustarse más fácilmente a los shocks financieros derivados de la crisis asiática. Asimismo, el país se benefició del impacto muy positivo del persistente y acelerado crecimiento de la economía de los Estados Unidos durante y después de la crisis asiática. En cambio, con su peso pegado al dólar y su caja de conversión, Argentina sufría los efectos negativos de la crisis asiática, de la devaluación brasileña y de la apreciación internacional del dólar. En consecuencia,

el PIB de México se deslizó suavemente de 6,1% en 1996-97 a 4,3% en 1998-99, experiencia muy distinta a la de Argentina que, como se dijo, experimentaba una nueva recesión (el PIB pasó de un alza de 6,7% en 1996-97 a 3,9% en 1998, y a una caída de 3,0% en 1999). Este resultado negativo se explica por la incapacidad de Argentina de facilitar la corrección de los precios relativos usando activamente el tipo de cambio nominal, por los efectos adversos adicionales de la fuerte apreciación internacional del dólar y por la persistente escasez de oferta de fondos externos. Como se verá más adelante, esta última característica, la persistente contracción de los mercados internacionales de capital durante la crisis reciente, a pesar de la boyante economía de los Estados Unidos y de la aceleración de la economía europea, es una señal de que los mercados financieros también tienden a recuperarse en forma lenta e incompleta. Esto aconteció, asimismo, con gran fuerza en los años ochenta.

b) Corea y la crisis asiática

Los países del Asia Oriental padecieron profundas recesiones en 1998, luego de décadas de un sólido crecimiento del PIB a una tasa del orden de 8% anual. La recesión en Indonesia alcanzó el 13%, parecida a la espectacular caída del PIB chileno en 1982. En los casos de Corea, Malasia y Tailandia se registraron descensos entre 7 y 10%. Hay diferencias en cuanto a la naturaleza de las crisis entre los distintos países asiáticos. Pero en Corea -como en Malasia y en Tailandia- parece haber estado estrechamente asociada con el auge de capitales de los años noventa y su liquidez. Corea y Malasia se recuperaron durante 1999 más rápidamente que los demás países de la región. Aunque en Corea se registró un crecimiento impresionante del PIB en 1999 y 2000, los costos fueron significativos: en 1998-2000, el PIB se situó en un nivel inferior en 12% a su tendencia histórica; y la inversión en el bienio 1998-99 decayó en un quinto respecto del cuatrienio 1993-96 (28,9% y 36,4%, respectivamente). Como se registraba también un extraordinario superávit externo de 9% del PIB en ese bienio, contra un déficit de 5% en 1996, el ingreso disponible estaba muy por debajo del producto.

Estas recesiones en el Este Asiático son comparables con las de América Latina en 1982-83, con caídas de la inversión productiva, crisis bancarias y regresión social⁸. Aparte de la solidez intrínseca de la estructura económica coreana

(8) Véanse diversas interpretaciones sobre la crisis asiática en Furman y Stiglitz (1998); Krugman (1999); Akyüz (1998); Perry y Lederman (1998); Radelet y Sachs (1998); Reisen (1998); Stiglitz (1998); Wang (2000) y Wyplosz (1998).

y de varias economías asiáticas (salvo Indonesia), cuatro características del entorno económico internacional explican en gran parte por qué la recuperación, después de la recesión, fue más rápida que en la crisis latinoamericana de la deuda: la amplia oferta de financiamiento oficial; la rápida gestión de las autoridades estadounidenses para refinanciar créditos privados, especialmente, los préstamos interbancarios; tasas de interés mucho más bajas en las economías desarrolladas y tasas de crecimiento significativamente más altas, sobre todo en los Estados Unidos. Importa señalar que el sector público coreano desempeñó un papel destacado en esta recuperación, al aplicar una política anticíclica; en consecuencia, el balance fiscal evolucionó de un superávit de 0,5% del producto interno bruto en 1993-96 a un déficit de 4,7% en 1998-99.

Hasta principios de los noventa, en Corea había una extensa regulación de la cuenta de capitales, con una mezcla de fuerzas de mercado y conducción estatal (Agosin, 2000; Furman y Stiglitz, 1998). Desde 1991, en Corea se comenzó a aplicar una gran variedad de medidas para liberalizar la cuenta de capitales. Contrario a lo que se sostiene con frecuencia, se desregularon las inversiones extranjeras directas (no las adquisiciones), además se autorizó a las empresas y a los bancos locales a emitir títulos de deuda en el extranjero, y se permitió a los extranjeros la compra de acciones de empresas coreanas, con límites que se ampliaron gradualmente desde 1992; se liberalizaron también los préstamos en moneda extranjera para empresas locales, los créditos comerciales y el financiamiento de corto plazo. Sólo se mantuvieron restringidos el endeudamiento de largo plazo y las adquisiciones de empresas. Asimismo, los bancos y las empresas coreanas asumieron el arbitraje entre prestamistas internacionales y los mercados locales, recurriendo al endeudamiento externo de corto plazo y, en algunos casos, otorgando préstamos internos de largo plazo. Ese comportamiento no habría sido posible bajo las normas vigentes antes de la liberalización de principios de los noventa. Adicionalmente, la elevada solvencia crediticia que ostentaba Corea, les permitió a sus empresas obtener spreads favorables y acceso expedito al financiamiento, que emplearon en parte para financiar la inversión y los préstamos en otros mercados asiáticos⁹.

Las corrientes de capital se tornaron enormes e incluían compra de acciones, colocación de bonos y préstamos privados a bancos y a empresas no financieras;

(9) En junio de 1997 Corea había sido clasificada por el World Economic Forum en el quinto lugar entre las plazas más seguras de inversión del mundo (véase Dean, 1998), luego de que, en mayo de 1995, uno de los grandes evaluadores internacionales de riesgos había mejorado la clasificación de riesgo soberano de Corea (véase Wang, 2000).

los pasivos externos presentaban un alto grado de liquidez, y la deuda de corto plazo se empujaba al doble de las reservas internacionales en 1996. Sin embargo, no se fortaleció al mismo tiempo una regulación y supervisión prudencial, replicando la fallida experiencia de América Latina (véase CEPAL, 1998, cap. XII).

En el proceso de apertura de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se apreció en relación con las monedas en que se expresaban sus pasivos externos, lo que estimuló un mayor endeudamiento de las economías asiáticas que ofrecían una rentabilidad más alta que la de los países originarios. Corea se acomodó al exceso de capital con la ayuda de la liberalización comercial, la apreciación cambiaria y la relajación de restricciones de liquidez del mercado interno. El efecto conjunto del aumento de las importaciones y el deterioro de los precios de exportación explica cómo el déficit de cuenta corriente subió hasta representar el 5% del PIB en 1996. Las corrientes netas de fondos aumentaron de 7.000 millones de dólares en 1992 a 24.000 millones en 1996, pero los flujos brutos llegaron a 49.000 millones.

Esta apertura de la cuenta de capitales fue una fuente de vulnerabilidad, acentuada por las permisividad bancaria; dejó a Corea propensa al contagio, en una economía que, en lo demás, exhibía sólidos fundamentos macroeconómicos. En su estudio para este proyecto, Agosin (2000) concluye que, de hecho, “el principal responsable del descalabro coreano fue el hecho de que la liberalización de la cuenta de capitales se hubiese implementado en ausencia de la adopción simultánea de regulaciones bancarias y de medidas macroeconómicas prudenciales, orientadas a evitar la afluencia excesiva de capitales externos”.

c) *Chile y Taiwán, contra la moda*

¿Es posible avanzar contra la marea de la moda? Chile, en la primera mitad de los noventa, y Taiwán, durante todo el decenio, muestran que es posible y que esto representa un seguro barato y eficiente contra las costosas crisis económicas.

Chile muestra tres variedades de política para la cuenta de capitales en el último cuarto de siglo (Ffrench-Davis y Tapia, 2000). Una experiencia marcadamente neoliberal de los años setenta, que terminó en una crisis de proporciones mayúsculas en 1982, con una caída de 14% del PIB y un elevado desempleo: 30% en 1983. Se diseñó una política opuesta a la moda en 1990-95, con un conjunto de políticas macroeconómicas activas, que incluían la regulación

de los flujos de capital hacia Chile; fue ésta una innovación sustancial respecto de las políticas de apertura indiscriminada de la cuenta de capitales. Como resultado, Chile emergió casi inmune frente al tequilazo. El tercer caso ocurrió después de 1995 con el relajamiento relativo de las políticas de prudencia macroeconómica, permitiendo una revaluación sustancial y aceptando el aumento del déficit externo, que se duplicó, como proporción del PIB, en 1996-97, comparado con 1991-95: 5,7% y 2,5%, respectivamente.

El desempeño de Chile fue el opuesto de México en 1995, a pesar de las numerosas similitudes de los años anteriores. El resultado distinto se debió a una divergencia marcada de políticas macroeconómicas en los años 1990-94. Hacia fines del decenio de 1980, ambos países habían abierto su comercio considerablemente, sus presupuestos fiscales habían mejorado significativamente, las privatizaciones ya se habían realizado a gran escala, la inflación anual bordeaba el 20-30% y ambos países tenían tasas de ahorro interno parecidas. Como se muestra en los estudios de casos nacionales de este volumen, en 1990-94 Chile y México eligieron distintos caminos en el tratamiento de los ingresos de capitales, la política cambiaria y la regulación y supervisión prudencial del sistema financiero interno. Los mejores resultados de Chile en 1995 se explican, principalmente, por el hecho de que, frente a la abundancia de recursos externos en 1990-94, aplicó deliberadamente una política de regulación prudencial macroeconómica.

En vez de tomar y gastar la gran oferta disponible, que habría llevado a una apreciación importante del peso y a un déficit creciente en cuenta corriente, Chile optó por desalentar la entrada de capitales de corto plazo. En 1991 les aplicó un impuesto y un encaje no remunerado a los créditos externos de corto plazo; el encaje se extendió posteriormente a los depósitos en moneda extranjera y a los ADR secundarios, en tanto que las emisiones primarias de ADR y el capital de riesgo en la inversión extranjera directa quedaron exentos; la inversión extranjera directa debía mantenerse en el país al menos por un año; el sistema financiero estaba afecto a una reglamentación prudencial relativamente estricta, que incluía la supervisión selectiva de los activos y las provisiones requeridas, así como restricciones y sanciones severas sobre las operaciones con terceros relacionados. El conjunto de medidas adoptado desalentó efectivamente los movimientos de capital especulativo (Agosin y Ffrench-Davis, 2000; Le Fort y Lehmann, 2000). La mayor parte de la investigación empírica muestra un impacto importante de las regulaciones sobre el volumen de los flujos de corto plazo y varios estudios muestran, además, impactos sobre los ingresos totales¹⁰.

(10) Véanse diversas referencias en el caso de Chile en este volumen. El estudio clásico que argumenta contra la eficacia del encaje o requisito chileno de reserva es Valdés-Prieto y Soto (1998).

La transición ordenada a la democracia, la creciente aprobación internacional sobre las políticas económicas chilenas y las elevadas tasas de interés internas fomentaron la afluencia de capitales hacia Chile desde mediados de 1990, antes que en otras economías emergentes y con mayor fuerza. No obstante, gracias a su conjunto de políticas macroeconómicas prudenciales, hacia fines de 1994 Chile exhibía un déficit externo moderado, elevadas reservas internacionales, una deuda de corto plazo manejable, una tasa de ahorro interno creciente (y no decreciente como en el caso de México), un nivel de inversión interna que desde 1993 había superado los valores históricos máximos, y un tipo de cambio real en 1990-94 más cercano al de equilibrio (véase el cuadro 3) en comparación con la mayoría de los demás países latinoamericanos, según se aprecia en su moderado déficit de cuenta corriente en ese período.

La política logró eficientemente sus objetivos en la mayor parte de los noventa. Sin embargo, en 1996-97 esta mezcla de políticas, y la intensidad con que se aplicaba no se modificó, a pesar de la nueva y vigorosa oleada de capital que llegó a la mayoría de los países de la región, y en especial a Chile, por su gran fortaleza frente al efecto tequila. Esta oleada debería haberse enfrentado con mayores restricciones al ingreso de capitales, ya sea elevando la tasa o el plazo o la cobertura del encaje (Le Fort y Lehmann, 2000). Como no se hizo, los capitales entraron en exceso al país, pagando el costo del encaje, y sin que haya habido una evasión importante (aunque sí algunos flujos seguían exentos, lo que hacía recomendable ampliar la cobertura).

Como resultado, a pesar de la fuerte intervención del Banco Central en el mercado cambiario, en el bienio se registraron una aguda revaluación del tipo de cambio y un aumento del déficit de cuenta corriente, lo que colocó a Chile en una situación de vulnerabilidad. No obstante, los beneficios de la reglamentación activa aplicada hasta mediados del decenio habían dejado grandes reservas internacionales, un reducido monto de pasivos internacionales y una pequeña proporción de corrientes volátiles, de modo que los desequilibrios acumulados eran moderados. Por desgracia, estas fuerzas fueron contrarrestadas, en parte, no sólo por la excesiva apreciación cambiaria y por el elevado déficit en cuenta corriente que se registró en 1996-97, sino también por la demora del Banco Central en reaccionar frente al deterioro del entorno externo, debido a su temor de que toda devaluación se esterilizara con inflación. El resultado fue una caída “automática” de 10% de la demanda agregada y de 1% del PIB, un aumento del desempleo de 3,5 puntos de la fuerza de trabajo y un fuerte descenso de la formación de capital en 1999. Sin embargo, a pesar de esta recesión, Chile logró una tasa de crecimiento promedio del 6,4% en el decenio de 1990, la más alta jamás registrada.

El caso de Taiwán es mucho más sencillo. Taiwán siguió también una política

contra la moda, pero mucho más dura. Mantuvo vigentes una variedad de controles directos de la cuenta de capital, como lo había hecho en años anteriores (véase Agosin, 2000). El dólar taiwanés continuó siendo inconvertible. Los ingresos de los fondos externos a los bancos, las empresas y la bolsa de valores fueron restringidos por las autoridades. Las adquisiciones estaban prohibidas (como sucedió en Corea hasta la crisis). Taiwán impuso restricciones cuantitativas sobre las acciones que las personas naturales e inversionistas institucionales extranjeros podían poseer. Los bancos nacionales también estaban sujetos a la estricta orientación del Banco Central. En general, los pasivos externos eran de escaso monto cuando ocurrió la crisis asiática, porque Taiwán los había restringido durante el anterior auge financiero hacia las economías emergentes.

La economía taiwanesa mostró un dinamismo marcadamente estable, similar al de Corea, durante treinta años. Como se sabe, la información sobre Taiwán es mucho más limitada, pero muy ilustrativa para nuestros fines. La información disponible muestra que en 1993-96 (los años inmediatamente anteriores a la crisis, (Taiwán creció 0,7 puntos menos que Corea (6,7% frente a 7,3%), sin registrar entradas de capital significativas, exhibiendo un superávit en su cuenta corriente. Taiwán estaba más allá de la abundante oleada de capitales. Una característica sobresaliente de Taiwán, que lo diferencia del comportamiento fiscal de la mayoría de las economías emergentes, fue su persistente déficit, con la inversión pública financiada en el mercado interno de capitales. En general, el ahorro privado interno financió un déficit fiscal de 2,7% del PIB, y un superávit externo de 3,2% en 1992-96. Es notable que ese déficit fiscal coexistiera con una tasa de inflación más baja que la de Corea, México o Chile y con un tipo de cambio estable.

Hubo contagio y el dólar taiwanés sufrió ataques, pese a su entorno macroeconómico muy seguro, respaldado por enormes reservas internacionales (88.000 millones de dólares en 1996). Gracias a la falta de fuentes de vulnerabilidad, el ataque cesó pronto; una devaluación inicial del 20% se revirtió a la mitad al corto tiempo. Se registró apenas un suave ajuste macroeconómico a la baja con un crecimiento del PIB de 5,9%, en 1998-2000; comparado con el 4,2 % de Corea. La estricta adhesión a la sustentabilidad macroeconómica real parece haber sido muy fructífera para Taiwán en esta conyuntura crítica.

4. Recetas o creencias erróneas en boga

Hay una serie de hipótesis o creencias de aceptación general en el mundo financiero, incluidos los organismos financieros internacionales, aunque con algún cambio positivo en el enfoque de estos últimos a raíz de la crisis asiática. Hemos escogido

cinco de esas falacias, las que creemos tienen mayor importancia por sus consecuencias para el diseño de políticas y para el bienestar de trabajadores y empresarios. Sostenemos que son contradichos por el comportamiento real de los mercados financieros internacionales y más aún por el comportamiento de los mercados internos de las economías emergentes.

a) La recuperación de las crisis recientes ha sido rápida

Un primer juicio generalizado es que la recuperación de las crisis es un proceso rápido. Esta es la hipótesis fundamental en que se basan los argumentos de que las autoridades deben promover la operación libre autocorrectiva, de los mercados, ya que los intentos de poner en marcha políticas que contrarresten los auges o aceleren la reactivación podrían generar inestabilidad adicional. Como los mercados financieros son la fuente más importante de inestabilidad económica en las economías emergentes, esta argumentación implica, de hecho, que la inestabilidad es inevitable pero no altamente costosa.

Este razonamiento es inconsistente con la evidencia. Para empezar, las crisis generan efectos de mediano o largo plazo en los mercados financieros. En las últimas décadas, el caso más importante ha sido el efecto de la crisis de la deuda en América Latina sobre los préstamos bancarios sindicados de largo plazo que habían sido en los setenta el mecanismo predominante de financiamiento. Esta forma de financiamiento desapareció y los préstamos bancarios no volvieron a ser una fuente principal para los países de América Latina en los noventa. Asimismo, la crisis asiática afectó el financiamiento con bonos, el que no se había recuperado aún tres años después del estallido de esa crisis. Como muestra el gráfico 3, las emisiones siguen siendo volátiles, los costos elevados y los plazos de vencimiento promedios bajos. La opinión corriente de que los mercados se recuperan rápidamente se basa, en realidad, en una visión muy parcial de las condiciones imperantes, a menudo en la capacidad de las economías emergentes para volver al mercado, pero sin tener en cuenta debidamente las condiciones de ese acceso, en términos de estabilidad, costos y plazos del financiamiento.

Como se ha visto, el rápido retorno a tasas positivas de ^{aumento} crecimiento del PIB/de ninguna manera apoya la hipótesis de que las crisis son cortas por naturaleza. La realidad de todos los países que han atravesado por crisis graves -incluida Corea, donde la recuperación fue muy vigorosa- indica que caen a una llanura inferior de crecimiento del PIB. Especial importancia tienen tres canales a través de los cuales se transmiten estos efectos de mediano plazo o permanentes, sobre el PIB: (i) la reducción acentuada de la inversión que ocurre durante la crisis y que afecta la evolución de la capacidad productiva; (ii) la pérdida de capacidad de

producción por efecto de la quiebra de empresas, lo que se traduce en una pérdida permanente de clientela, las redes de producción y comercio y del capital social de esas empresas; incluso aquéllas que no quiebran pueden atravesar por largos períodos de reestructuración de deudas, en que los “derechos de propiedad” son indeterminados, lo que puede afectar su rendimiento; y (iii) las crisis financieras internas que pueden sobrevenir si se deteriora gravemente la cartera de las instituciones financieras locales; la experiencia de las economías emergentes (y hasta del Japón) señala que restaurar un sistema financiero viable puede tardar varios años, con efectos negativos durante todo el período de reconstrucción.

Además, hay un cúmulo de pruebas de que los ciclos de auge y caída tienen efectos irreversibles sobre las variables sociales (Lustig, 1999; Rodrik, 2000). El deterioro del mercado laboral (a través de desocupación abierta o el desmejoramiento de la calidad del empleo o de los salarios reales) suele ser muy rápido, mientras que la recuperación es muy lenta e incompleta. Así se vio en el empeoramiento prolongado del desempleo argentino y de los salarios reales de México después del tequilazo, y se refleja en la cesantía en Brasil y Chile tras la recesión de 1999, a pesar de la recuperación bastante positiva en ambos casos (CEPAL, 2000b). La experiencia en cuanto a la pobreza indica también la irreversibilidad del fenómeno. Como se señaló, a pesar de la recuperación, en 1998 la pobreza no había vuelto a bajar en México a los niveles de 1994.

b) La apertura de la cuenta de capitales desalienta los desequilibrios macroeconómicos

Se sostiene también comúnmente que la apertura completa de la cuenta de capitales previene el mal manejo macroeconómico interno y promueve la buena administración de las variables fundamentales. Esto es cierto, en parte, en cuanto a las fuentes internas de inestabilidad, es decir, los grandes déficit fiscales, la política monetaria permisiva y el tipo de cambio arbitrariamente sobrevaluado. Sin embargo, la volatilidad que caracteriza al mercado financiero hace altamente ineficiente este tipo de control en los períodos de liquidez internacional: las políticas blandas con respecto de la demanda o la sobrevaluación del tipo de cambio tienden a ser promovidas por los mercados financieros durante los períodos de auge (o de “exuberancia irracional”, para usar nuevamente la terminología de Alan Greenspan), y un castigo exagerado durante las crisis puede obligar a las autoridades a adoptar políticas de contracción excesiva (sobrerreacción irracional). Al revés de lo que se sostiene habitualmente, este fenómeno no se relaciona con una información inadecuada. Hasta los agentes del mercado mejor informados, como las organismos clasificadores de riesgo o los bancos de inversión, operan usualmente de manera

procíclica (véase Larraín, Reisen y Von Maltzan, 2000, en relación con las agencias calificadoras de riesgos)¹¹.

De hecho, la apertura de la cuenta de capitales puede llevar a las economías emergentes a importar inestabilidad financiera externa, con ingresos de capitales que lleven al deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales. De esta forma, aunque la disciplina del mercado puede servir como freno para las fuentes internas de inestabilidad -un freno ineficiente en todo caso, dados los cambios de opiniones y expectativas que caracterizan a los mercados financieros- ciertamente constituye una fuente de inestabilidad de origen externo. Así, el mercado no sólo puede calificar equivocadamente algunas políticas internas como no adecuadas, sino que puede provocar una desviación de esas variables desde niveles antes sustentables. En otras palabras, es el mercado mismo el que, en los auges, tiende a generar incentivos para que las economías emergentes penetren en las zonas de vulnerabilidad.

Los operadores financieros cumplen evidentemente una función microeconómica insustituible como intermediarios entre los ahorrantes y los usuarios de fondos, en las coberturas de riesgo y como proveedores de liquidez. Sin embargo, en la práctica, quizás sin quererlo, han llegado a desempeñar un papel con fuertes implicaciones macroeconómicas. Con sus comportamientos de “rebaño”, han contribuido a intensificar las corrientes de financiamiento hacia los países “exitosos” durante los auges, permitiendo el rápido crecimiento de los precios de activos financieros y de bienes raíces, así como pronunciadas revaluaciones del tipo de cambio en los países beneficiarios. Aparte de la baja calidad de la regulación y supervisión prudenciales en esos mercados, las señales macroeconómicas contribuyen a prolongar un proceso que, equivocadamente, parece eficiente y sostenible (con grandes utilidades y garantías crediticias aparentemente solventes), apoyado por altos valores bursátiles y un bajo valor de la deuda en moneda local expresada en dólares. Pero, en la realidad, se están generando burbujas especulativas, con macroprecios desalineados que, tarde o temprano, tenderán a estallar.

Ha predominado la práctica, en tiempos de auge, que los países beneficiarios hayan sido alentados y elogiados por los organismos financieros internacionales y por los especialistas financieros para que acepten la oferta creciente de recursos. Más aún, la situación típica ha sido la caída gradual del costo del financiamiento externo durante el período de bonanza, lo que implica que en realidad el mercado

(11) La disciplina de los mercados financieros también puede poner obstáculos a la necesaria reforma social (por ejemplo, a la elevación de impuestos para financiar una inversión eficiente en capital humano) o a la capacidad de captar rentas económicas de recursos naturales, pero estos temas trascienden a este trabajo.

opera con una oferta de fondos de mediano plazo de pendiente negativa (véase gráfico 3). Las lamentaciones y críticas sobre el endeudamiento excesivo resultante son a posteriori, durante los períodos de egresos masivos, en muchos casos, por parte de los mismos agentes que elogiaron el desempeño económico de esas economías emergentes durante el auge. Hay una contradicción evidente entre ambas actitudes.

Hay consenso sobre lo esencial de tener fundamentos macroeconómicos sanos. Sin embargo, hay gran incompreensión sobre cómo se definen. La definición convencional inapropiada, junto con la “exuberancia irracional” es lo que llevó a las altas calificaciones de Chile justo antes de la crisis de 1982, de Corea y Tailandia en 1996, y de México y Argentina en 1994. Algo “fundamental” estaba fallando en la evaluación por parte del mercado de los “fundamentos del mercado”. Evidentemente, las agudas crisis de esos cinco países no han sido sólo mala suerte o puro contagio, sino el resultado del deterioro de algunos componentes claves de un conjunto integral de indicadores fundamentales, un deterioro precedido por ingresos masivos de capitales. Una definición apropiada de los fundamentos macroeconómicos debería, entonces, incluir (junto con la inflación baja, cuentas fiscales saneadas y exportaciones dinámicas) déficit externos y deudas netas sostenibles, pasivos líquidos netos reducidos, tipo de cambio real no desalineado, una fuerte regulación y supervisión prudencial, y transparencia del sistema financiero.

c) Los regímenes cambiarios extremos son las únicas opciones eficientes hoy

En los países en desarrollo abiertos de hoy, el régimen cambiario está sujeto a dos demandas conflictivas, que reflejan los grados de libertad más restringidos que enfrentan las autoridades, en un mundo con instrumentos de política más débiles y menos eficientes. La primera demanda proviene del comercio: con el desmantelamiento de las políticas comerciales tradicionales, el determinante clave de la competitividad internacional es el tipo de cambio real. La segunda proviene de la cuenta de capitales. Los ciclos de auge-caída en los mercados financieros internacionales generan una demanda por variables macroeconómicas flexibles que puedan absorber, a corto plazo, los impactos positivos y negativos que generan. Dada la reducida eficacia de algunos instrumentos de política tradicionales, particularmente la política monetaria, el tipo de cambio puede desempeñar un papel esencial de amortiguador de los impactos. Este objetivo, que se asocia con el manejo macroeconómico de corto plazo, no es fácil de conciliar con los objetivos comerciales de la política cambiaria.

La importancia de esta demanda dual no es suficientemente apreciada por muchos analistas cuando recomiendan cualquiera de los dos regímenes cambiarios extremos: el tipo de cambio totalmente flexible o un régimen de caja de conversión (o la dolarización abierta). Los regímenes intermedios, de flexibilidad administrada del tipo de cambio -como las paridades y bandas móviles, y la flotación sucia- representan un intento serio por reconciliar estas demandas en conflicto¹².

Los regímenes de cajas de conversión ciertamente suponen sistemas institucionales automáticos que imparten disciplina fiscal y monetaria, pero reducen o, incluso, pueden eliminar el espacio de maniobra para las políticas de estabilización monetaria, crediticia y fiscal -todas necesarias, tanto para prevenir las crisis como para promover la recuperación en un clima de poscrisis. Permiten de esta forma, la transmisión interna de los shocks que se originan en los mercados internacionales de capitales, y generan movimientos pendulares de la actividad económica y de los precios de los activos, que se reflejan en una creciente vulnerabilidad financiera interna.

Por otro lado, la característica de volatilidad de los regímenes de tipo de cambio de libre fluctuación no constituye un problema cuando la fluctuación de los mercados es de corta duración, pero llega a ser un problema importante cuando las ondas son más largas, como las que han caracterizado el acceso de las economías emergentes a los mercados de capitales en las últimas décadas. En este caso, tiende a generar efectos perversos en la asignación de recursos. Más aún, políticas monetarias o de crédito anticíclicas, bajo regímenes cambiarios de libre flotación y cuentas de capital abiertas, aumentan las fluctuaciones cíclicas del tipo de cambio, con sus efectos riqueza e ingreso asociados. Si, en estas condiciones, las autoridades tratan de suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio real, deben adoptar políticas monetarias y de crédito procíclicas.

La capacidad de un régimen de tipo de cambio flexible para suavizar los efectos de los ciclos de auge-caída, inducidos externamente, depende así de la capacidad de administrar eficientemente una política monetaria y de crédito anticíclica sin promover movimientos procíclicos del tipo de cambio. Esto es posible sólo con regímenes cambiarios de tipo intermedio con regulación de la cuenta de capitales. Sólo en este caso se puede disponer de una “autonomía monetaria” eficaz, aunque ciertamente limitada. Estos regímenes intermedios, de flexibilidad administrada, proporcionan la mejor posibilidad de satisfacer las dos exigencias que se imponen a la política cambiaria. Como es evidente, estos regímenes pueden implicar costos y limitaciones que las autoridades deben considerar. Primero, todos los regímenes intermedios están sujetos a presiones especulativas si no merecen

(12) Véase Frankel (1999) y Williamson (2000) sobre regímenes cambiarios intermedios.

la confianza del mercado y resulta muy alto el costo de defender al tipo de cambio de estas presiones; en coyunturas críticas, como ésta, puede ser conveniente moverse temporalmente a una flexibilidad completa. Segundo, la acumulación de reservas esterilizadas durante los períodos de auge suele ser también costosa. Por último, la regulación de la cuenta de capitales, necesaria para administrar de manera eficiente los regímenes intermedios, es eficaz sólo parcialmente. Pero, con todo, la alternativa es una costosa volatilidad.

d) El ahorro externo tiende a complementar al ahorro interno

Hay una fuerte correlación entre la inversión y las tasas de crecimiento, con una interacción importante entre la acumulación de capital y el progreso técnico (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). La experiencia latinoamericana de las últimas décadas, sin embargo, muestra fehacientemente que no es indiferente la forma en que se financie la inversión, ya que los fondos externos son inestables y pueden desplazar al ahorro interno. Además, los efectos inducidos sobre el tipo de cambio real por un financiamiento externo no sostenible pueden traducirse en una mala asignación de los recursos.

En los decenios de 1950 y 1960 las corrientes de capitales a los países en desarrollo estaban en su mayoría atadas a inversiones específicas, destinadas a usuarios del sector público, que financiaban activos reales mediante inversión directa y préstamos oficiales para proyectos. La naturaleza del financiamiento tendía a generar fuertes complementariedades entre el ahorro externo y el interno. Los préstamos de los bancos comerciales, en los años setenta, y principalmente las inversiones privadas de cartera en los noventa, han hecho que el vínculo entre el ahorro externo y la inversión interna se torne muy indirecto y débil (Turner, 1996).

Esta desconexión entre los movimientos del capital y la inversión efectiva implica que: (i) los ingresos de capital pueden generar aumentos del consumo más bien que de la inversión; (ii) las corrientes de capital no promuevan necesariamente la capacidad del país beneficiario para generar divisas mediante la expansión de la capacidad del sector transable; y (iii) se facilita la reversibilidad de la inversión externa, en la medida en que la adquisición de activos es esencialmente un compromiso de corto plazo.

El primero de estos efectos se asocia con el hecho empírico de que los consumidores y los mercados de activos financieros tienden a reaccionar más rápidamente que los inversionistas productivos frente a la liberación de las restricciones de liquidez. Estos inversionistas reaccionan más lentamente dada la

irreversibilidad y mayor tiempo de maduración de sus decisiones. La construcción por lo general reacciona más rápidamente que otros tipos de formación de capital y es más proclive a sobreinvertir debido a los efectos de la liquidez en los precios de los activos.

El distinto comportamiento de los agentes y los mercados explica por qué la estabilidad de los flujos afecta significativamente la relación entre el ahorro interno y externo. Uthoff y Titelman (1998) distinguen entre tendencia y desviaciones de la tendencia para el ahorro interno y el externo. Esto les permite descubrir que existe un fuerte desplazamiento de ahorro interno por el externo cuando las corrientes de capitales son temporales (con altibajos respecto de la tendencia).

Más aún, los efectos de los flujos de fondos sobre el tipo de cambio real distorsionan la asignación de las inversiones. En particular, la apreciación real en los períodos de auge puede conducir a una asignación subóptima de fondos para la expansión de la capacidad productiva en los transables (puede generar los efectos de la “enfermedad holandesa”). Esto debilita severamente el objetivo de mediano plazo de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones y fortalece los efectos negativos, frente a los positivos, de la reforma comercial (Banco Mundial, 1998; CEPAL, 1998 y 2000a; Ffrench-Davis, 1999, cap. III).

e) La regulación y la supervisión prudenciales son suficientes para hacer frente a la volatilidad externa

La regulación y supervisión prudenciales deficientes o permisivas de las instituciones financieras locales refuerzan, evidentemente, los desequilibrios. Sin embargo, una reglamentación y supervisión fuertes no resuelven por sí mismas el problema. Primero, una gran proporción de los ingresos de capital usualmente no son intermediados por las instituciones financieras locales; Chile antes de la crisis de 1982, y Corea y México en los noventa son casos a mano. Con la diversificación que se ha registrado en la oferta, la importancia de flujos de origen no bancario hacia deudores no bancarios ha crecido. Segundo, las ~~fuentes de inestabilidad~~ ^{fuente de inestabilidad} son inherentes a la volatilidad de las expectativas, ^{esta volatilidad no solo} que involucran también a los intermediarios financieros, ^{si no} e incluso, como hemos visto, a las autoridades nacionales y las instituciones financieras internacionales. Así, la regulación y supervisión pueden influir en el mecanismo de transmisión pero difícilmente pueden afectar la fuente de inestabilidad ^(la volatilidad de las expectativas).

Por otro lado, los procedimientos normales (incluidos los criterios de Basilea) tienen características procíclicas (Griffith-Jones, 2000). En particular, las mayores

provisiones resultantes de préstamos morosos, a su vez, retardan la actividad económica. De esta forma, en los períodos de auge, las regulaciones actuales no logran reducir el gran incentivo a prestar, ya que los préstamos vencidos y las provisiones son bajas, los precios y las garantías sobrepasan los requerimientos, y la reinversión del alto nivel de utilidades contribuye a captar el capital necesario para aumentar las colocaciones. Por el contrario, en los períodos de crisis se acrecentan los préstamos vencidos y con ellos las provisiones, lo que reduce la capacidad para expandir las colocaciones, en un contexto en que las bajas utilidades reducen también los fondos disponibles para aumentar la base de capital de los intermediarios financieros.

5. Lecciones de políticas que no deben ignorarse

Las investigaciones de este estudio sobre Asia y América Latina han venido a reforzar las lecciones de políticas que hemos estado desarrollando en los últimos años (véase Ffrench-Davis, 1999; Ocampo, 1999).

a) Mantener un nivel, composición y utilización sostenible de los flujos de capital

Es importante asegurar que la afluencia de capitales sea consistente con la capacidad de absorción del país receptor. Las fallas en este ámbito están en el centro de la reciente inestabilidad macroeconómica en las economías emergentes. La absorción debe estar referida, obviamente, tanto al uso como al crecimiento de la capacidad productiva. La composición de los flujos tiene una incidencia relevante en tres dimensiones. En primer lugar, la IED (excluidas las compras de activos existentes) contribuye directamente a la formación de capital, al igual que créditos de largo plazo para importaciones de equipos y maquinarias. En segundo lugar, los flujos volátiles tienden a impactar directamente en los mercados cambiarios y bursátiles, y están débilmente asociados a la formación de capital, que requiere financiamiento de largo plazo. En tercer lugar, los flujos de fondos en montos superiores a lo “normal”, tienden a filtrarse hacia el consumo debido a la mayor rapidez de la respuesta de los consumidores respecto de las inversiones productivas que son irreversibles.

Si se permite un exceso de “inversiones” en el mercado bursátil y el consumo de bienes importados, se crearán burbujas y desequilibrios que suelen tornarse insostenibles. Particularmente, un incremento acelerado del endeudamiento externo neto de corto plazo y de pasivos líquidos, resulta en una mayor vulnerabilidad.

Por su parte, altos niveles de flujos de largo plazo e inversión productiva tienden a incrementar una capacidad de absorción eficiente. En estas condiciones, un mayor volumen de flujos de capitales pasa a ser sostenible.

La experiencia reciente ha evidenciado que permitir que un mercado dominado por agentes con horizontes cortos determine el volumen y la composición de los flujos de capital puede llevar a que las economías emergentes terminen pagando un precio muy alto. Por tal motivo, los costos microeconómicos asociados con el uso de estos instrumentos de regulación deberían ser ponderados con los beneficios sociales en términos de estabilidad macroeconómica, nivel de inversión y tasa de crecimiento del PIB. Es posible hacer una regulación efectiva y eficiente, con un mayor y más sostenido crecimiento del PIB; Chile y Taiwán así lo probaron en los años noventa.

b) Evitar macroprecios e indicadores desalineados

Las autoridades económicas deben crear las condiciones necesarias para que los flujos de capital no generen precios desalineados (outlier) o distorsiones significativas en los indicadores macroeconómicos básicos, tales como tasas de interés y tipos de cambio, demanda agregada, composición del gasto entre consumo e inversión, y producción de bienes comerciables. Aumentar artificialmente la capacidad de absorción con una apreciación excesiva y bajas tasas de interés, normalmente termina en un ajuste costoso. Primero, una apreciación real del tipo de cambio durante los auges tiende a distorsionar la asignación de la inversión, debilitando seriamente el objetivo de incrementar estructuralmente la competitividad de las exportaciones. Segundo, si la inversión productiva reacciona rezagada y los mercados financieros internos permanecen incompletos y mal supervisados, las entradas de capitales no podrán ser absorbidas eficientemente por la economía interna, y se filtrarán hacia inversión ineficiente o hacia el consumo desplazando al ahorro nacional.

Las oleadas de capital no deberían ser utilizadas para obtener un objetivo extremo relacionado con una sola variable económica interna, tal como anclar la inflación. Esto tiende a desequilibrar otras variables importantes. Resulta arriesgado permanecer atado a una tasa nominal fija o pasar a la dolarización plena salvo en aquellos países que constituyan un área monetaria óptima con los Estados Unidos. Como hemos visto, sistemas cambiarios intermedios -que pueden ser extremadamente diversos- son generalmente preferibles, por su utilidad ante la demanda dual -comercial y de la cuenta de capitales- que enfrentan los regímenes cambiarios de las economías emergentes.

c) Adoptar una regulación selectiva flexible

Abrir la cuenta de capital en forma indiscriminada ha sido prematuro y debería haber sido pospuesto, admitiéndose sólo avances selectivos hasta generar un proceso de largo plazo en el que otras reformas importantes fueran consolidadas y se hubieran formado nuevos precios de equilibrio (Williamson, 1992). La lección que dejan estas experiencias es que durante un ajuste estructural, con cuentas de capital abiertas (especialmente cuando el financiamiento internacional es abundante) los flujos de capital pueden incrementarse muy rápidamente y producir efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores.

Consecuentemente, no resulta prudente abrir la cuenta de capital en forma indiscriminada, sobre todo a la luz de la importancia crucial que tiene la estabilidad macroeconómica, y en vista de la desproporción que existe entre el volumen de los mercados de capitales internacionales comparados con las pequeñas economías emergentes. Siempre que los movimientos de mercado dependan en una medida significativa de transacciones de corto plazo y los mercados nacionales de valores sigan siendo poco profundos, subsistirá un riesgo de gran inestabilidad en esta nueva modalidad de vinculación con la economía internacional. De hecho, las recientes experiencias críticas de México, Corea y Tailandia certifican que es prudente desalentar la acumulación de pasivos externos de corto plazo o líquidos. Dada la actual arquitectura del sistema financiero internacional, la mejor forma de enfrentar este desafío es por medio de regulaciones macroeconómicas prudenciales en el país receptor, que se ajusten con flexibilidad ante cambios en la intensidad de la oferta de fondos externos.

El objetivo de crecimiento económico sostenido, en un entorno de flujos de capitales volátiles, requiere el uso de una batería de instrumentos, incluyendo: (i) regulaciones prudenciales de la cuenta de capitales, basadas en mecanismos que afectan los precios relativos para desalentar los flujos especulativos y mejorar la estructura de madurez de los pasivos externos (instrumentos tales como el encaje que aplicaron Chile y Colombia); (ii) una banda cambiaria reptante con intervención intramarginal o una flexibilidad administrada; (iii) la esterilización de los efectos monetarios de los flujos de capitales; (iv) una rigurosa regulación y supervisión prudencial del sistema financiero, dotada de elementos anticíclicos, y (v) sólidas cuentas fiscales con mecanismos contracíclicos. Debe ser destacado que el uso de un mecanismo como el encaje (o cualquier otra política que incremente el costo del endeudamiento externo), aunque es muy útil, no previene ataques especulativos si es usado en forma aislada cuando se preven grandes fluctuaciones cambiarias. Por supuesto, esto implica que es necesario evitar acumular desequilibrios en el tipo de cambio, así como cambios bruscos en el entorno macroeconómico.

d) *Reforma del entorno internacional para una globalización más eficiente y balanceada*

La “gobernabilidad” de los mercados financieros -nacionales e internacionales- es un elemento clave para el futuro de la economía mundial. Un factor común en las crisis recientes ha sido la gran volatilidad del segmento de más rápido crecimiento en los mercados financieros internacionales: los flujos especulativos y de corto plazo. Las sucesivas ondas de sobreexpansión, seguidas por pánico financiero, indican que el mercado tiende, primero, a crecer y, luego, a contraerse más de lo que es explicado por los fundamentos macroeconómicos. Estos rasgos son inconsistentes con una globalización eficiente y balanceada. Hay más energía gastada en resolver crisis que en evitarlas. En este sentido, debe enfatizarse que si bien ha habido evidentes deficiencias en la regulación prudencial de los mercados financieros nacionales de la mayoría de los países afectados por las crisis, es todavía más notoria la falta de instituciones internacionales adecuadas para monitorear un mercado financiero tan sofisticado e inestable (Naciones Unidas, 1999; Griffith-Jones, 2000; Ocampo, 1999 y 2000).

e) *El foco central de una política anticrisis consiste en un prudente manejo de los auges.*

Para finalizar este capítulo queremos enfatizar que el foco de atención de las instituciones nacionales e internacionales debería ser el manejo del boom económico, más que el manejo de las crisis, dado que estas últimas en muchos sentidos son la consecuencia inevitable de situaciones de auges económicos mal administrados. Dado que las instituciones y los instrumentos existentes no han sido efectivos en advertir sobre turbulencias inminentes y más bien han tendido a alentar auges insostenibles, resulta particularmente relevante la acción en dos planos. El diseño de un marco regulatorio apropiado y la adopción de políticas macroeconómicas preventivas, que tienen por objeto controlar los booms antes de que se transformen en una caída inmanejable. Este principio se aplica igualmente al diseño de los organismos internacionales necesarios para una globalización más balanceada y estable.

Referencias bibliográficas

- Agosin, M. (2000), “Corea y Taiwán en la crisis financiera asiática”, en este volumen.

—— y R. Ffrench-Davis (2000), “Managing capital inflows in Chile”, en S. Griffith-Jones, M. F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Londres.
- Akyüz, Y. (1998), “The East Asian financial crisis: back to the future”, en K. S. Jomo (ed.) *Tigers in Trouble*, Zed Books, Londres.
- Ariff, M. y O. G. Ean (2000), “East Asian response to the instability of financial markets”, en J.J. Teunissen (ed.), *The Management of Global Financial Markets*, FONDAD, La Haya.
- Banco Mundial (1998), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 1998/99, Washington, D. C.
- Calvo, G. (1998), “Varieties of capital-market crises”, en G. Calvo y M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, Macmillan, Londres.
- CEPAL (1998), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, segunda versión revisada y actualizada, Fondo de Cultura Económica, Santiago.

—— (2000a), *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, (LC/G.2071 Rev- 1-P), Santiago, agosto.

—— (2000b), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 1999-2000, Santiago.

—— (2000c), *Panorama Social de América Latina y el Caribe*, 1999-2000, Santiago.
- Culpeper, R. (1995), “La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México y Santiago.

- Dean, J. (1998), “Why left-wing moralists and right-wing academics are wrong about Asia”, *Challenge*, marzo-abril.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), “Good-bye financial repression, hello financial crash”, *Journal of Development Economics*, N° 1-2, diciembre.
- Ffrench-Davis, R. (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill, Santiago.
- y H. Reisen (1998) (comps.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, segunda edición, McGraw-Hill, Santiago.
- y H. Tapia (2000), “Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales”, en este volumen.
- FMI (1998), *Estudios económicos y financieros. Perspectivas de la economía mundial*, Washington, D. C., enero.
- Frankel, J. A. (1999), “No single currency regime is right for all countries or at all times”, *Working Paper 7338*, NBER, Cambridge, Ma., septiembre.
- Furman, J. y J. Stiglitz (1998), “Economic crises: evidence and insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 2.
- Griffith-Jones, S. (2000), “Una arquitectura financiera internacional para prevenir las crisis”, en este volumen.
- Gurría, J. A. (1995), “Corrientes de capital: el caso de México”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México y Santiago.
- Jomo, K. S. (1998)(ed.), *Tigers in Trouble*, Zed Bks. Ltd., Londres.
- Krugman, P. (1999), “Balance sheets, the transfer problem, and financial crises”, en P. Izard, A. Razin y A. Rose, eds., *International Finance and Financial Crisis*, Kluwer.
- Larraín, G., H. Reisen y J. von Maltzan (2000), “Emerging market risk and sovereign credit ratings”, en H. Reisen, *Pensions, Savings and Capital Flows*, Edward Elgar, Northampton, Mass.
- Le Fort, G y S. Lehmann (2000), “El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica”, *Documento de trabajo* N°64, Banco Central de Chile, febrero.

- Lustig, N. (1997), "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995", *Revista de la CEPAL*, N° 61, Santiago, diciembre.
—— (1999), "Crises and the poor: socially responsible macroeconomics", Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., octubre.
- McKinnon, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Naciones Unidas (1999), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas* (LC/G.2054), CEPAL, Santiago, marzo.
- Ocampo, J. A. (1999), "La reforma financiera internacional: una agenda ampliada", *Revista de la CEPAL* N° 69, Santiago, diciembre.
—— (2000), "Reforming the International Financial Architecture: Consensus and Divergence", en D. Nayyar (ed.), *New Roles and Functions of the UN and the Bretton Woods Institutions*, WIDER/Oxford University Press, por aparecer.
- Perry, G. y D. Lederman (1998), "Financial vulnerability, spillover effects and contagion: lessons from the Asian Crises for Latin America", *World Bank Latin American and Caribbean Studies Viewpoints*, Washington, D. C.
- Radelet, S. y J. Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Washington, D. C.
- Reisen, H. (1998), "Domestic causes of currency crises: policy lessons for crisis avoidance", *Technical Paper* N° 136, OECD Development Centre, París, junio.
- Rodrik, D. (1998), "Who needs capital account convertibility?", en P. Kenen (ed.), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton Essays in International Finance, N°207.
—— (2000), "Why is there so much economic insecurity in Latin America", John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, Ma.
—— y A. Velasco (1999), "Short-term capital flows", *Working Paper* N° 7364, NBER, septiembre.

- Ros, J. (2000), “Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa”, en este volumen.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996), “Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Washington, D. C.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Servén y A. Solimano (1996), “Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies”, *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N°1, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Stiglitz, J. (1998), “The role of the financial system in development”, in the Fourth Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, Banco Mundial, San Salvador, junio.
- — (2000), “Capital market liberalization, economic growth and instability”, *World Development*, vol. 28, N°6, junio.
- Turner, P. (1996), “Comments on Reisen”, en R. Hausmann y H. Reisen, (eds.), *Promoting Savings in Latin America*, IDB and OECD Development Centre, París.
- — (2000), “*Procyclicality of regulatory ratios*”, en J. Eatwell y L. Taylor (eds.), Oxford University Press, Nueva York, por aparecer.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), “La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera”, en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Valdés-Prieto, S. y M. Soto (1998), “New selective capital controls in Chile: are they effective?”, *Empirica*, 25(2), 1998.
- Wang Y. (2000), “*Getting the sequencing right: the Korean experience in the capital market liberalización*”, Korea Institute for International Economic Policy, Seúl.
- Williamson, J. (1992), “Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales”, *Estudios de Economía*, vol. 19, N° 2, Universidad de Chile, Santiago, diciembre.
- — (2000), “Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option”, *Policy Analyses in International Economics* 60, Institute for International Economics, Washington, D.C., septiembre.
- Wyplosz, Ch. (1998), “International financial instability”, en J.J. Teunissen (ed.), *The Policy Challenges of Global Financial Integration*, FONDAD, La Haya.



**COREA Y TAIWÁN ANTE LA
CRISIS FINANCIERA
ASIÁTICA**

*Manuel R. Agosin**

Introducción

Muy distinta suerte corrieron las economías de Corea y Taiwán después del estallido de la crisis financiera internacional que se inició con la corrida contra el baht tailandés en julio de 1997. Mientras Taiwán se las arregló para salir relativamente indemne del temporal, Corea sufrió un fuerte impacto, que la dejó al borde de la depresión, experiencia sin precedentes para esta economía, que desde el término de la Guerra de Corea conoció un período de acelerado crecimiento.

Con anterioridad a la crisis, ambas economías eran catalogadas por observadores, instituciones financieras internacionales y académicos entre las más exitosas de la posguerra. La crisis en Corea resultó una mayúscula sorpresa, quizá mayor que la que afectó al grueso de las afligidas economías del Asia oriental. Baste señalar que en junio de 1997 el Foro Económico Mundial había clasificado a Corea como la quinta plaza más segura del mundo para efectuar inversiones (citado por Dean, 1998).

Llama la atención la similitud entre ambos países con anterioridad al descenso de Corea al purgatorio de la aflicción financiera en noviembre 1997. Los dos habían logrado ritmos de crecimiento del PIB per cápita del orden del 7% anual en el transcurso de las tres décadas anteriores (Banco Mundial, 1993). Ambos habían partido, a mediados de los cincuenta, de niveles de ingreso por habitante muy semejantes y exiguos. Corea y Taiwán habían basado sus casi milagrosas tasas de expansión en procesos de industrialización hacia afuera y en la creación de nuevas ventajas comparativas. La tasa de ahorro interno era en los dos casos alta, aunque superior en Corea, cuyo coeficiente ahorro/PIB excedía de 30%. Ninguna de estas dos economías había amarrado su suerte a la disponibilidad de capital extranjero: ambas habían registrado superávit o un déficit insignificante (en Corea, hasta 1995) en cuenta corriente. Los dos acumulaban registros que daban testimonio de una excelente gestión macroeconómica, la cual ponía el acento en la prudencia de las políticas monetarias, la estabilidad del tipo de cambio real y la baja inflación. Hasta comienzos de la década de los noventa, ambas economías

** Director, Centro de Economía Internacional y Desarrollo y Profesor, Departamento de Economía, Universidad de Chile. El autor agradece al numeroso grupo de personas en Corea y Taiwán que le ayudó en la investigación que sirvió de base a este documento, en especial a Inkyo Cheong, Yophy Huang, Shin-Yuan Lai, Kenneth Lin, Chao-Chen Mai, Julius Caesar Parreñas, Jae-Joon Park, Yung Chul Park, Shi Schive, Sangdal Shim, James Tsuen-Hua Shih, Lee-Rong Wang, Yunjong Wang y Rong-I Wu. Agradece también los extensos comentarios de Ricardo Ffrench-Davis y Jaime Ros a versiones preliminares del documento.*

aplicaban extensivos controles sobre la cuenta capital de la balanza de pagos. En suma, Corea y Taiwán eran prototipos de una armoniosa articulación entre las fuerzas del mercado y la orientación del Estado para el logro de un crecimiento económico fuerte y sostenido¹.

Se observaban, por supuesto, diferencias importantes entre estas economías. Mientras que la política coreana favoreció la formación de grandes conglomerados (los chaebol), Taiwán confió su desarrollo a la pequeña y mediana empresa. La tasa coreana de inversión resultó sistemáticamente superior a la taiwanesa, pero el crecimiento del producto coreano tendió a concentrarse, más que en el caso taiwanés, en los sectores intensivos en capital.

Lo que resultó sorpresivo, en consecuencia, fue el abrupto desmadejamiento del milagro coreano. El país se precipitó cuesta abajo, arrastrado por la crisis financiera que impactó a las economías de las naciones claramente más atribuladas del sudeste asiático (Tailandia, Malasia, e Indonesia). En Taiwán, por otra parte, las manifestaciones principales de la crisis fueron un sustancial debilitamiento del dinamismo de las exportaciones, una leve desaceleración del crecimiento del producto y una depreciación transitoria de 20% en el tipo de cambio real.

Este capítulo intenta explicar tal discrepancia en el desempeño económico de Corea y Taiwán tras el estallido de la crisis financiera a mediados de 1997. Arriba a la conclusión de que el principal culpable de la debacle coreana fue el hecho de que la liberalización de la cuenta capital de la balanza de pagos se hubiese implementado en ausencia de la adopción simultánea de una adecuada regulación bancaria y de medidas macroeconómicas prudenciales orientadas a desalentar una afluencia desmesurada de capital externo. En Taiwán, por el contrario, persiste la no convertibilidad de la moneda y las autoridades monetarias siguen aplicando una variedad de controles sobre los flujos de capital. Ellos han revelado ser muy efectivos para evitar el escalamiento de la deuda externa y una voluminosa afluencia de inversión de cartera. Otros factores fueron las considerables diferencias en la estructura de la economía, la organización industrial y la regulación bancaria.

1. Desempeño económico hasta 1997

En el sexenio 1992-97 ambas economías crecieron rápidamente. Corea a un ritmo medio anual de 6,6% y Taiwán, de 6,8%. Los dos países registraron coeficientes

(1) Extensa es la literatura sobre el desarrollo de estas economías y sobre las interpretaciones que se han intentado respecto de las causas de su éxito. Clásicos son los textos de Amsden (1989) y Wade (1990).

de inversión acordes con sus tendencias históricas. El ritmo de aumento de los volúmenes de exportación fue sustancialmente superior en el caso de Corea, pero

Cuadro 1
Corea y Taiwán: Indicadores de desempeño económico, 1992-99
(porcentajes)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ^a
Tasa de crecimiento del PIB								
Corea	5,4	5,5	8,3	8,9	6,7	5,0	-6,7	10,7
Taiwán	7,5	7,0	7,1	6,4	6,1	6,7	4,6	5,7
Inversión bruta fija (como % del PIB)								
Corea	37,0	36,2	36,0	36,7	36,8	35,1	29,8	28,0
Taiwán	24,1	25,2	24,6	24,9	22,5	22,8	23,5	22,9
Crecimiento del volumen de exportaciones								
Corea	8,3	6,7	14,9	23,9	19,8	24,9	16,9	9,2
Taiwán	5,3	7,2	5,5	12,8	7,1	8,7	2,4	9,6
Cambios en los precios de exportación								
Corea	4,8	3,2	1,8	0,9	-9,7	-	-16,9	-2,2
Taiwán	-5,4	5,2	0,6	6,9	1,7	2,1	5,6	1,1
Inflación (IPC)								
Corea	6,2	4,8	6,2	4,5	4,9	4,5	7,5	0,9
Taiwán	4,4	3,0	4,1	3,6	3,1	0,9	1,7	0,2
Superávit fiscal (% PIB)								
Corea	-0,5	0,6	0,3	0,6	0,3	-1,5	-4,2	-5,1
Taiwán	-5,4	-3,9	-1,7	-1,1	-1,3	-1,6	0,1	-1,3

Fuentes: para Corea: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington, D.C., varios números; Banco Asiático de Desarrollo, *Asian Development Outlook*, varios números; Korea Development Institute, *Major Indicators of the Korean Economy*, Seúl, varios números; The EU Chamber of Commerce in Korea, *EU Chamber Monthly Bulletin*, Seúl, varios números; y Sangdal Shim, "Recent trends and macroeconomic forecast for 1998/1999", Korea Development Institute, Seúl, 15 de diciembre de 1998, no publicado. Para Taiwán: Chung-Hua Institution for Economic Research, *Major Economic Indicators for Taiwan*, Taipei, February 1999; Banco Central, *Balance of Payments Quarterly*, Taipei, varios números; Banco Central, *Financial Statistics Monthly*, Taipei, varios números; Banco Asiático de Desarrollo, *Asian Development Outlook*, varios números; Council for Economic Planning and Development, *Taiwan Statistical Data Book 1997*, Taipei; Banco Central, "Domestic Key Economic and Financial Indicators", Taipei, 1º de marzo de 1999. Los datos para 1998 y 1999 son parcialmente de Pacific Economic Cooperation Council, *Pacific Economic Outlook*, 2000-01, Asia Pacific Press at the Australian National University, Canberra, 2000.

^a Datos provisionales.

las cifras sobre incremento de las exportaciones de Taiwán eran, sin embargo, bastante contundentes (cuadro 1).

Estas economías eran también similares en otros aspectos. La inflación era baja en ambas. En lo tocante al presupuesto público, cabe anotar que Corea logró mantener prácticamente un equilibrio de sus finanzas públicas, mientras Taiwán mantenía un déficit. Sin embargo, los resultados en rojo que anotaba Taiwán eran atribuibles, exclusivamente, a gastos de inversión. En lo tocante a los egresos e ingresos corrientes, también Taiwán mostraba un sostenido superávit en sus cuentas fiscales. La brecha en la cuenta de capitales se financiaba en su mayor parte vía endeudamiento interno.

En lo que estas economías se diferenciaban era en la balanza de pagos (cuadro 2). Durante los años noventa, hasta el estallido de la crisis, Corea había tendido a tener déficit en su cuenta corriente, mientras que Taiwán anotaba superávit equivalentes a un par de puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, hasta 1996 el déficit coreano había sido bastante moderado. En 1996, que fue el peor año, el déficit no superó el 5% del PIB, declinando a menos de 2% en 1997.

Cuadro 2
Corea y Taiwán: Balance en cuenta corriente, 1992-99

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ^a
Balance en cuenta corriente (miles de millones de US\$)								
Corea	-3,9	1,0	-3,9	-8,5	-23,0	-8,2	40,4	24,5
Taiwán	8,6	7,0	6,5	5,5	10,9	7,1	3,4	5,9
Balance en cuenta corriente (% PIB)								
Corea	-1,3	0,3	-1,0	-1,7	-4,7	-1,7	12,7	6,0
Taiwán	4,0	3,2	2,7	2,1	3,9	2,4	1,3	2,0

Fuente: Véase el cuadro 1.

^a Datos provisionales

El comportamiento del tipo de cambio real también difirió (cuadro 3). El de Corea se apreció de manera sistemática pero moderada entre 1993 y 1996, debido a la voluminosa afluencia de capitales, tema sobre el que se volverá más adelante.

Cuadro 3
Corea y Taiwán:
Comportamiento del tipo de cambio y de las
tasas de interés de corto plazo, 1992-99

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ^c
Tasas de interés activas								
Corea	10,0	8,6	8,5	9,0	8,8	11,8	15,3	9,4
Taiwán	8,3	8,2	7,9	7,9	7,7	7,6	8,0	
Tipo de cambio nominal ^a (unidades de moneda nacional por US\$)								
Corea	781	803	803	771	804	952	1.401	1.189
Taiwán	25,2	26,5	26,5	26,5	27,5	28,7	33,5	32,3
Tipo de cambio real (1992=100) ^b								
Corea	100	100	95	90	92	104	139	
Taiwán	100	103	101	101	104	109	120	

Fuentes: Véase el cuadro 1.

^a Promedio para el período. ^b Precio nominal para el dólar estadounidense, deflactado por el índice de precios al consumidor y multiplicado por el índice de precios al por mayor de Estados Unidos. ^c Datos provisionales.

Por el contrario, el tipo de cambio real de Taiwán se mantuvo bastante estable durante este período.²

Por lo tanto, habría sido difícil, a la luz del mero examen de la apreciación del tipo de cambio real o de la evolución de la brecha acumulada en cuenta corriente, predecir la profundidad de la crisis. Sin embargo, Corea experimentó una afluencia, sin duda cuantiosa, de capital en el transcurso de un breve período (1993-96). Los flujos netos resultaron sistemáticamente mayores que el déficit en cuenta corriente y el Banco de Corea acumuló considerables reservas (cuadro 4). Hacia 1997 se

- (2) El grado de sobrevaluación efectiva en términos reales en Taiwán y Corea era mucho mayor que el que sugiere el cálculo basado en la paridad con el dólar estadounidense. La depreciación de 32% que sufrió el yen con respecto al dólar estadounidense entre el segundo trimestre de 1995 y el primer trimestre de 1997 representó una sobrevaluación para todas las monedas en el Asia Oriental, que estaban de alguna manera vinculadas al dólar estadounidense. Este último era el caso de Taiwán y Corea. Con anterioridad a la crisis, Corea administraba un régimen de tipo de cambio de banda reptante, cuya moneda de referencia era el dólar estadounidense. Por otra parte, el dólar NT fluctuaba dentro de una estrecha banda en torno a un precio de referencia para el dólar estadounidense.

percibieron señales de una creciente fragilidad financiera, toda vez que la deuda a corto plazo se estaba incrementando muy rápidamente, llegando a representar más del doble de las reservas y alcanzando un nivel que tornaba la economía muy vulnerable a cualquier cambio de actitud por parte de acreedores e inversionistas. Hasta 1996 el aumento en el coeficiente deuda de corto plazo/reservas obedeció no a una caída en las reservas, las cuales entre 1992 y 1996 se duplicaron, sino al aumento más rápido en la deuda. En el segundo semestre de 1997, sin embargo, cuando la economía comenzó a mostrar su vulnerabilidad, la estampida de capitales condujo a una abrupta disminución de las reservas.³

Cuadro 4
Corea: Entradas de capital, balance en cuenta corriente
y cambio en reservas, 1992-99
(miles de millones de US\$)

	Entradas de capital	Balance en cuenta corriente	Cambio en reservas ^a	Errores y omisiones
1992	6,6	-3,9	-3,7	1,1
1993	2,7	1,0	-3,0	-0,7
1994	10,3	-3,9	-4,6	-1,8
1995	16,8	-8,5	-7,0	-1,2
1996	23,3	-23,0	-1,4	1,1
1997	-9,8	-8,2	23,0	-5,0
1998	-8,2	40,4	-26,0	-6,2
1999 ^b	12,3	24,5	-33,3	-3,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, noviembre de 2000, Washington, DC.

^a Un signo negativo significa un aumento. ^b Datos provisionales.

- (3) Las primeras señales de problemas en la economía real se hicieron sentir a comienzos de 1997, con la quiebra de Hanbo Steel y Kia Motors. Si bien el ritmo de crecimiento fue aún bastante fuerte en 1997, ello se debió, principalmente, a la sobre expansión de las exportaciones efectuadas por los chaebols, empeñados en hacer frente al fortalecimiento de la competitividad de firmas japonesas, favorecidas desde mediados de 1995 por la brusca devaluación del yen.

Cuadro 5
Corea y Taiwán: Indicadores de fragilidad financiera, 1992-98
 (miles de millones de US\$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Reservas internacionales^a							
Corea	17,2	20,4	25,8	32,8	34,2	20,5	52,1
Taiwán	82,3	83,6	92,5	90,3	88,0	83,5	90,3
Deuda externa^a							
Corea	44,1	47,2	72,4	85,8	115,8	137,0	139,0
Taiwán	19,9	23,2	26,2	27,1	27,5	33,5	30,0
Deuda de corto plazo^a							
Corea	11,9	12,2	31,6	46,6	66,6	53,8	28,1
Taiwán	17,3	19,4	20,0	19,5	18,8	22,2	19,4
Razón deuda de corto plazo a reservas (%)							
Corea	69,2	59,9	122,7	142,1	194,9	268,8	54,0
Taiwán	21,0	23,3	21,6	21,6	21,3	26,5	21,4

Fuentes: Para Corea, Banco Mundial, *Global Development Finance*, 2000, Washington, DC. Para Taiwán, Banco Asiático de Desarrollo, *Asian Development Outlook*, varios números.

^a Final del período.

2. El impacto de la crisis sobre la economía real: 1997-98

El desempeño de ambas economías resultó muy diferente tras el estallido de la crisis. En Corea, el repliegue del capital foráneo comenzó a evidenciarse en octubre de 1997, según se verá en forma detallada más adelante, ocasionando una contracción de 6,7 % del PIB en 1998. El desempleo, que había sido típicamente del orden de 2% de la fuerza de trabajo, saltó a 8,6% hacia febrero de 1999 y permanecía aún sobre el 5% hacia fines de ese año (PECC, 2000, pág. 31; ver también Shim, 1998). Aunque los pronósticos originales anticipaban que la inflación excedería con holgura de 10%, la debilidad de la actividad económica hizo que en 1998 el alza del nivel de precios al consumidor no superara el 7,5%. Por las mismas razones, y a causa de una fuerte corrección del won, que en un principio había experimentado gran sobreajuste ("overshooting"), en 1999 la inflación resultó ser

muy inferior a su promedio histórico, registrando una tasa de apenas 0,9% (cuadro 1).

Incapaz de controlar la fuga de capitales, el gobierno coreano recurrió, a fines de noviembre de 1997, al FMI. Este armó un paquete de ayuda financiera por US\$ 21 mil millones que habrían de ser desembolsados en 11 cuotas en el transcurso de tres años. Además, comprometió recursos por US\$ 36 mil millones provenientes de fuentes bilaterales y multilaterales.⁴ Los desembolsos quedaron sujetos a las condiciones habituales del FMI, incluyendo una política de elevadas tasas de interés y la generación de superávit fiscal, a pesar de que el déficit era pequeño y que la economía había entrado en una aguda recesión. Sorprendentemente, el FMI también le impuso a las autoridades coreanas reformas estructurales de largo alcance, entre ellas:

- Irrestricada apertura de la cuenta capital de la balanza de pagos, incluida la abolición de normas restrictivas a las fusiones y adquisiciones (F&A);
- Transformación de los mercados laborales con vistas a incorporar las modalidades institucionales que prevalecen en las economías occidentales, lo que supone la eliminación del empleo de por vida y de las trabas a los despidos;
- Reestructuración de los chaebol a fin de promover una mejor gestión corporativa y una mayor transparencia, poniéndose fin a un tipo de “capitalismo corrupto”⁵ basado en relaciones opacas entre distintas filiales y entre los conglomerados y el gobierno;
- Clausura de bancos insolventes, promoción de fusiones bancarias, apertura del sector bancario a compras por parte de extranjeros e incremento de las exigencias de capital y reservas en consonancia con los estándares del Comité de Basilea.

Los aspectos de corto plazo del programa de ajuste del FMI estaban condenados a empeorar las cosas. La elevación de las tasas de interés se reveló impotente para contener la corrida del won, que durante diciembre de 1997 llegó a cotizarse a 1.960 unidades por dólar, más del doble del nivel (830 por dólar) que se había registrado a fines de 1996. Si un brusco aumento en la tasa de interés es percibida por los inversionistas como un factor que reduce la probabilidad del

(4) Para un análisis del programa del FMI, ver Park Y. C. (1998); Feldstein (1998); Radelet y Sachs (1998); Wang y Zang (1999); Furman y Stiglitz (1998).

(5) La expresión en inglés es “crony capitalism”.

reembolso de los préstamos, no sólo fracasará el intento de apuntalar el valor de la moneda, sino que hasta podría servir de estímulo para una depreciación adicional.⁶ La combinación de altas tasas de interés y brusca depreciación cambiaria ocasionó una sucesión de quiebras, ya que las empresas no sólo estaban fuertemente endeudadas, sino que mantenían cuantiosos compromisos en moneda extranjera. Las quiebras suscitaron efectos extremadamente adversos sobre los bancos, muchos de los cuales habían visto debilitada su posición a causa de descalces cambiarios y de vencimientos entre activos (principalmente en moneda nacional y a largo plazo) y pasivos (mayoritariamente en moneda extranjera y a corto plazo). Numerosos bancos colapsaron y debieron ser rescatados o sometidos a reestructuración por el Banco de Corea.

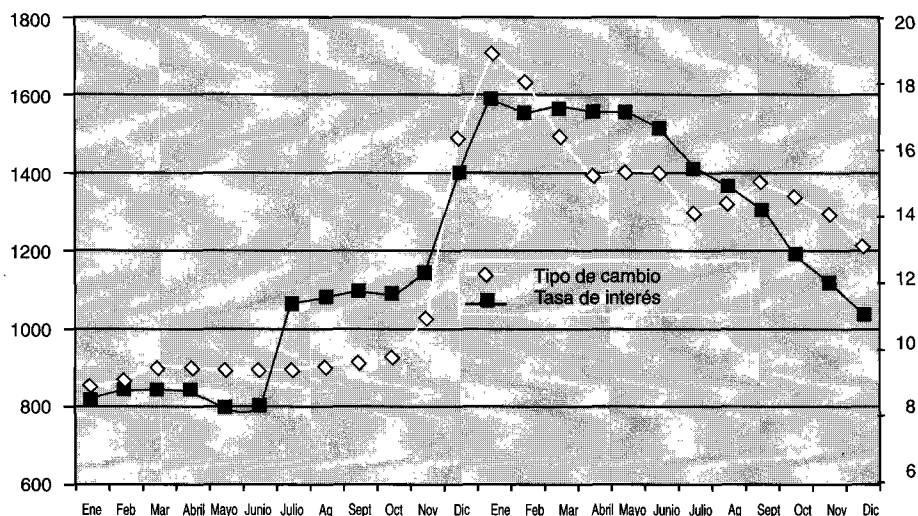
Como se aprecia en el gráfico 1, a consecuencia del desarrollo del proceso recesivo, a la larga el abrupto incremento de la tasa de interés y del tipo de cambio nominal se morigeró. El ajuste coreano fue tan severo que el saldo de la cuenta corriente pasó de un déficit de US\$ 8,2 mil millones en 1997 (menos de 2% del PIB) a un superávit de US\$ 40 mil millones (12,7% del PIB). Básicamente, ello se obtuvo mediante una caída en las importaciones, toda vez que los ingresos por concepto de exportaciones se mantuvieron casi constantes. El propio FMI admitió que había sido un error imponer restricciones fiscales tan severas y procedió a comienzos de 1998 a relajar las metas exigidas.

Diversos autores han criticado las exigencias asociadas a reformas estructurales que el programa del FMI impuso a Corea. Radelet y Sachs (1998) señalan, lúcidamente, que es difícil y contraproducente acometer reformas en medio de una crisis. Si son o no necesarias es un tema discutible. Nosotros argumentaremos más adelante que la liberalización de la cuenta de capitales, implementada en ausencia de precauciones para conjurar los efectos adversos que pueden provocar las oleadas de capitales, fue uno de los factores que precipitaron la crisis coreana. Esto implica que una liberalización adicional es innecesaria y probablemente desaconsejable. Las demás reformas se revelaron inoportunas. Cabe suponer que la exigencia planteada a los bancos, que ya enfrentaban una aguda iliquidez, en orden a elevar sus coeficientes capital-activos y reservas-activos agravó la restricción crediticia y provocó quiebras que se habrían podido evitar.

Feldstein (1998) arguye, por otra parte, que el programa del FMI para Corea representó un entrometimiento injustificado en aspectos que tienen poco que ver con la situación de la balanza de pagos. Aduce que los cambios a que apuntaba el programa del Fondo, que debieron haber sido fruto de procesos políticos internos, en lugar de ser impuestos desde afuera bajo coacción en un escenario de crisis,

(6) Furman y Stiglitz (1998) abordan a fondo este argumento.

Gráfico 1
Corea: Tasa de interés y tipo de cambio, enero 1997-diciembre 1998



Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, marzo de 1999. Tasas anuales de interés de corto plazo y tipos de cambio nominales por dólar estadounidense.

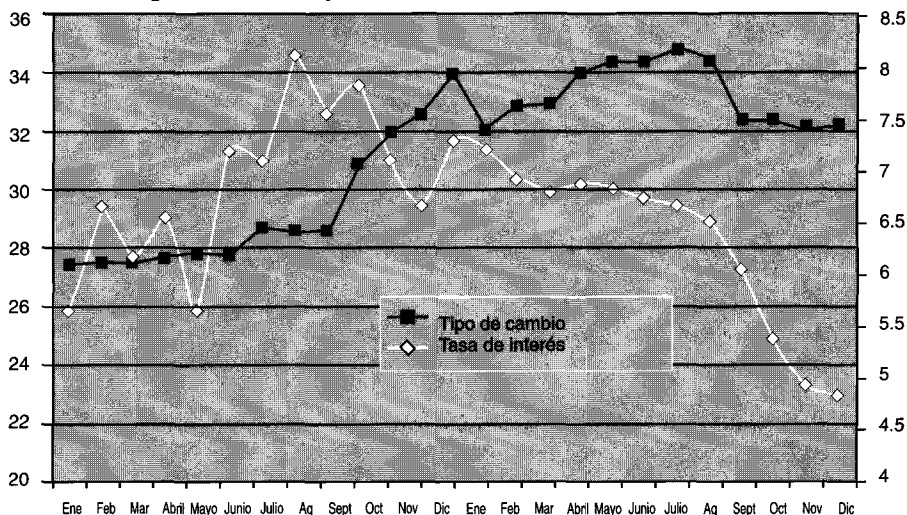
correspondían a demandas de antigua data para que Corea abriera sus mercados a productos japoneses y a la inversión estadounidense.

El impacto de la crisis fue mucho más leve en Taiwán. Ciertamente se registró una brusca desaceleración en el dinamismo de las exportaciones, pero el ritmo de expansión del producto se vio afectado sólo moderadamente, toda vez que la demanda interna compensó la desaceleración de la tasa de crecimiento de las exportaciones. Al desencadenarse la crisis en el Sudeste asiático, el dólar NT pasó a ser objeto de intenso asedio. En un principio el Banco Central intentó defender la moneda y aceptar una reducción en su voluminoso nivel de reservas. Pero cuando éstas empezaron a declinar, modificó su política y en octubre 1997 abandonó la defensa de la moneda. El dólar NT perdió rápidamente un quinto de su valor respecto del estadounidense (pasó de NT\$ 28 a NT\$ 34 por US\$). Desde fines de 1998, el dólar NT se ha venido apreciando gradualmente hacia los niveles que exhibía antes de la crisis.⁷ A su vez, la tasa de interés nominal experimentó una ligera alza al promediar 1997, pero en el primer trimestre de 1998 comenzó nuevamente a ceder. Ella se encuentra ahora en niveles inferiores a los que registraba antes del estallido de la crisis (gráfico 2).

(7) En octubre de 2000, el tipo de cambio era de US\$1 = NT\$ 31.

Gráfico 2

Taiwán: tipo de cambio y tasas de interés enero 1997 - enero 1999



Fuentes: Banco Central, "Domestic Key Economic and Financial Indicators", marzo de 1999; y Chung-Hua Institution for Economic Research, "Major Economic Indicators for Taiwan", febrero de 1999. Tasa de interés interbancaria y tipo de cambio nominal por dólar estadounidense.

Así, el ritmo de expansión de la economía taiwanesa disminuyó en alrededor de dos puntos porcentuales entre 1997 y 1998, a consecuencia, principalmente, de la pérdida de dinamismo de las exportaciones. La tasa de desempleo ha permanecido sustancialmente estable, por debajo de 3%. Por otra parte, la inflación, medida por la trayectoria de los precios al consumidor, siguió en baja y está cerca del cero por ciento. Taiwán estaba preparado para reanudar el proceso de rápido crecimiento apenas sus exportaciones repuntaron en 1999. De hecho, la política de trasladar a otros países del Sudeste asiático instalaciones para el armado de manufacturas livianas destinadas a mercados externos puede haber fortalecido la competitividad de las empresas taiwanesas, toda vez que los efectos de la crisis financiera han convertido tales anfitriones en lugares muy atractivos para la actividad exportadora (Huang, 1998).

3. El papel de la estructura económica

El análisis precedente permite entender por qué Taiwán se las arregló para eludir los efectos de la crisis. Lo que resulta mucho menos obvio es por qué Corea salió tan mal parada. No se trataba de una economía mal administrada, y su elevada tasa

de inversión se financiaba básicamente con ahorro interno. Sin embargo, lo que el estallido de la crisis dejó de manifiesto es que habían acumulado graves problemas. Las firmas coreanas habían experimentado un aumento de su capacidad ociosa, a consecuencia, en parte, de la depreciación que sufrió el yen desde el tercer trimestre de 1995.⁸ En lugar de replegarse, los fabricantes coreanos respondieron con aumentos aun mayores de producción y ventas al exterior, ocasionando un brusco empeoramiento de los precios de las exportaciones en 1996 (Park, Y. C., 1998). Este fue, en particular, el caso en la industria de semiconductores, que experimentó capacidad ociosa a nivel mundial, debido en parte a la forma en que las compañías coreanas reaccionaron ante las ganancias en competitividad de las firmas japonesas.

En años recientes, los esfuerzos gubernamentales para coordinar el funcionamiento de las firmas individuales se había debilitado, ya que gradualmente se había entregado al mercado la mayoría de las decisiones concernientes a la asignación de recursos. Durante décadas los problemas de exceso de capacidad habían sido abordados mediante esfuerzos de racionalización, impulsados por las agencias de planificación. Hacia mediados de los noventa habían desaparecido las restricciones que se les imponían a los chaebol que dominan la economía coreana (Chang, 1998). Tales avances hacia la liberalización de política económica y el desmantelamiento de los instrumentos de planificación recibieron nuevo impulso con la suscripción de acuerdos internacionales, en el marco de la Organización Mundial de Comercio (OMC), sobre temas tales como subvenciones de exportación y servicios financieros. La suerte de los chaebols quedó librada en lo fundamental a sus propios recursos y capacidades, debiendo ellos definir por su cuenta lo que resulte más conveniente para sus intereses (Park, Y. C., 1998).

Los aumentos de los volúmenes de exportación taiwanesa fueron mucho más modestos antes de la crisis y los precios promedios de las exportaciones siguieron al alza. También Taiwán exporta semiconductores, pero esta economía fue capaz de resistir la caída global de la demanda por este tipo de productos en 1996, mediante la rebaja de los costos y una reestructuración de la producción con vistas a evitar el exceso de oferta en los rubros en que se anticipaba una saturación del mercado. Las alianzas estratégicas entre productores taiwaneses y firmas líderes en los Estados Unidos, Japón y Europa contribuyeron a evitar incurrir en capacidad redundante (Yanagihara, 1999).

Otra característica importante de los conglomerados coreanos consistía en su elevado endeudamiento. En 1996 los 30 mayores chaebols registraron coeficientes deuda/patrimonio de 380%, en tanto que la relación en el caso de las

(8) Cabe recordar que, de todas las economías del Este de Asia, la de Corea es la más competitiva con la japonesa.

firmas taiwanesas no llegaba a 100% (Park, Y.C., 1998, p. 32). El alto endeudamiento no plantea problemas cuando la economía y las utilidades se están expandiendo vigorosamente y cuando la renovación de los créditos se encuentra asegurada. De hecho, en un escenario de tales características, a mayor nivel de endeudamiento, mayor es la rentabilidad de una compañía, puesto que la tasa de interés es normalmente muy inferior a la tasa de retorno sobre la inversión.

Pero lo que constituye una bendición en una economía en auge se transforma en una maldición en coyunturas contractivas. Cuando los créditos no son renovados o cuando la tasa de interés sube en forma abrupta, las empresas se precipitan a la quiebra y lo hacen con mayor rapidez si sus coeficientes deuda/patrimonio son más altos, que si son moderados. Dado que nunca las compañías coreanas habían experimentado una situación como la que las golpeó a fines de 1997, sus coeficientes deuda/patrimonio les parecían sensatos.

Por el contrario, las compañías taiwanesas, precisamente, por su tamaño pequeño, tiene aversión al riesgo y son sumamente conservadoras para endeudarse. Habitualmente, financian sus inversiones con utilidades no distribuidas y con recursos provenientes de la familia extendida, antes que de los bancos. Esto explica el bajo coeficiente deuda/patrimonio imperante en Taiwán en comparación con el de Corea.

4. Estructura y regulación de la industria bancaria

Numerosos conglomerados coreanos poseen su propia institución financiera, a través de la cual captan recursos en el mercado crediticio. Otros mantienen estrechas relaciones con un determinado banco, bastante al estilo de la relación del keiretsu japonés con su banco principal. En los últimos años se había autorizado a las compañías financieras para convertirse en bancos de inversiones, lo que mejoró el acceso de los conglomerados coreanos a los mercados internacionales de deuda. Dado que los bancos de inversiones no reciben depósitos del público, la teoría aceptada era que ellos no necesitaban regulación. En teoría, los bancos comerciales estaban sujetos a regulaciones más estrictas. En la práctica, sin embargo, los reguladores hacían la vista gorda ante muchas de las actividades de estas instituciones, en la equivocada creencia de que las regulaciones eran de algún modo incompatibles con los afanes de liberalización, en particular en vista del acceso del país a la OCDE (Park, J-J, 1998, y comunicación personal).

Los bancos coreanos se habían acostumbrado a una fuerte conducción gubernamental. Hasta hace poco, "los préstamos de política" representaban un

elevado porcentaje de sus carteras. Se trataba de operaciones a tasas preferenciales de interés a favor de empresas que operaban en sectores favorecidos por políticas de intervención selectiva. A mediados de los ochenta las autoridades pusieron en marcha una amplia política de liberalización de los mercados financieros, con lo que la significación de los préstamos dirigidos por la autoridad, que a fines de los años setenta había llegado a cubrir el 60% de las operaciones crediticias de la banca, empezó gradualmente a declinar.⁹

Hasta mediados de la década de los ochenta, los bancos comerciales eran propiedad del Estado o se hallaban bajo la clara conducción de las autoridades de planificación. De allí que, no obstante las medidas de liberalización adoptadas en años anteriores, los bancos nacionales no se habituaban todavía a operar en un ambiente de mercado. Ellos no habían desarrollado pericia en materia de análisis crediticio, gestión de riesgos o tramitación diligente. Sus capacidades para manejar los riesgos asociados a transacciones financieras con el exterior eran particularmente inadecuadas (Park, Y. C., 1998).

La capacidad de las autoridades bancarias para regular y monitorear las actividades financieras con el exterior era en extremo débil. Con anterioridad a 1985 las autoridades económicas aplicaban fuertes controles sobre todos los ítemes de la cuenta capital, tornando redundante toda supervisión bancaria y regulación en esta área. Tal vez ello explique por qué Corea no había desarrollado una estructura reguladora fuerte para las instituciones financieras.

Los bancos taiwaneses, tradicionalmente de propiedad del Estado, son muy conservadores en sus políticas crediticias, aparte de que están sujetos a estrecha supervisión por parte del Banco Central. El establecimiento de bancos privados ha sido muy gradual. Incluso a comienzos de los noventa, de los 24 bancos en operaciones, 12 eran de propiedad estatal, los cuales administraban el 75% de las sucursales bancarias, el 86% del total de los depósitos y el 87% de los préstamos (APEC, 1998, cap. 9). En 1991, las normas que regulaban el establecimiento de bancos privados fueron liberalizadas, lo que se tradujo en la instalación de otras 16 entidades. Además, el Banco Central autorizó el funcionamiento de nuevos bancos extranjeros.

Los bancos taiwaneses, públicos o privados, han estado sometidos por largo tiempo a estrictas regulaciones prudenciales (Yang, 1998). Por ejemplo, en septiembre de 1998 el coeficiente de suficiencia de capital de los bancos taiwaneses

(9) El mercado del crédito informal se encargaba de atender las demandas de los prestatarios excluidos de las operaciones de la banca formal. La liberalización de la intermediación financiera a través de bancos formales había redundado en una contracción significativa del mercado informal de crédito (Noland, 1996).

era 11,4%, bastante por encima de la norma del Comité de Basilea (8%). Enfrentan asimismo numerosas restricciones sobre operaciones cambiarias, las cuales requieren aprobación previa del Banco Central.¹⁰

Tales diferencias en la regulación y estructura de la banca quedaron de manifiesto en el comportamiento de la cartera vencida en uno y otro caso (cuadro 6). En Taiwán ella ascendía apenas a 4 % del total de los préstamos para el estallido de la crisis en 1997. En Corea, por el contrario, llegaba a 14%. Esta relación tenía, necesariamente, que aumentar a consecuencia de la crisis. Pero en Taiwán el coeficiente se mantuvo en rangos manejables, mientras en Corea alcanzó niveles que casi significaron la parálisis del sector, obligando a intervenciones del Banco de Corea para liquidar bancos, fusionar instituciones débiles con otras más fuertes, inyectar recursos frescos a entidades consideradas viables y liquidar otros a bancos extranjeros. La magnitud de la cartera vencida sigue constituyendo una traba importante para que el sector bancario se aboque a su tarea de otorgar crédito fresco al sector privado.

Cuadro 6
Corea y Taiwán: Cartera vencida, 1997-2000
(porcentaje de la cartera total al sector privado no bancario)

	1997	Máximo 1998	Máximo 1998 (% del PIB)	1999 ^a	2000 ^a
Corea	14	25	34	27	18
Taiwán	4	—	—	5	5,5

Fuentes: Para las primeras tres columnas, Goldman Sachs, marzo de 1998 y JP Morgan, abril de 1998; para las últimas columnas. *The Asiaweek Financial 500*, varios números.

^a. Proyección.

5. Las políticas respecto del capital externo

En mercados financieros globalizados es difícil que un país se vea golpeado por una crisis financiera internacional si antes no ha recibido cuantiosos flujos de capital. Por supuesto, un país puede precipitarse a una crisis de balanza de pagos a causa, simplemente, de políticas internas desacertadas. Es el tipo de situaciones con las que el FMI está preparado a lidiar mediante el otorgamiento de sus préstamos condicionados.

(10) Intercambios con personeros del Banco Central.

Cabe pensar, asimismo, en una crisis cambiaria atribuible por entero al contagio externo. En la medida que a partir del estallido de una crisis en cualquier parte del mundo crecen los temores de una eventual depreciación cambiaria, los inversionistas financieros nacionales y extranjeros pueden hacer realidad la profecía. Basta con que las transacciones financieras internacionales sean razonablemente libres y que ellos se pongan a vender grandes cantidades de moneda nacional y a comprar dólares u otras divisas extranjeras. Ello puede suceder en ausencia, incluso, de flujos masivos de capital externo. En algunos de los países que se contagiaron con la actual crisis financiera, éste aparece como uno de los factores que explican por qué economías bastante bien administradas se ven a veces enfrentadas a dificultades no atribuibles a las políticas que estaban aplicando. Chile (véase Ffrench-Davis y Tapia, 2000) y Hong Kong suministran ejemplos conspicuos. A pesar de las enormes diferencias entre estas dos economías, hay consenso en cuanto a que antes de la crisis financiera ellas aplicaban políticas más bien prudentes, lo que no impidió que se contagiaran.

Sin embargo, es una constante empírica que los países que caen presas de esta nueva generación de crisis asociadas a la globalización experimentan primero una poderosa oleada de afluencia de capitales. Fue lo que sucedió con México en el período previo a 1994 (véase Ros, 2000) y ha sido universalmente el caso de los países que han resultado más vapuleados por la reciente crisis financiera: Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas, Corea, Rusia y Brasil. De manera, pues, que la crisis financiera suele gestarse durante períodos de excesivas entradas de capital. La masiva afluencia de recursos a determinados países obedece a una constelación de factores, entre los que figuran la favorable percepción de los inversionistas financieros extranjeros o simplemente las expectativas de que la respectiva moneda se revalorará.¹¹ Dado que normalmente las tasas de interés son más altas en mercados emergentes que en los desarrollados, las expectativas de una apreciación cambiaria pueden desencadenar cuantiosas entradas de capitales.

Esas mismas entradas, que a menudo no son en absoluto marginales para un receptor individual,¹² pueden provocar importantes externalidades negativas: en efecto, ellos generan déficit en cuenta corriente, aprecian el tipo de cambio y desencadenan burbujas en los precios de los activos. Adicionalmente, a menudo hacen elevarse el coeficiente deuda de corto plazo /reservas internacionales. A la

(11) Esta es una versión internacional bastante sui géneris de "los concursos de belleza", de Keynes (Eatwell, 1997, p. 243). Así, algunos agentes son más sensibles a lo que otros se proponen hacer que al valor subyacente de los activos. Cuando estos agentes predominan sobre los "fundamentalistas", los mercados financieros pueden tornarse muy volátiles.

(12) La razón es que los mercados financieros son por lo general muy grandes en relación al tamaño de una determinada economía.

vez, la naturaleza cortoplacista de los flujos hace que los inversionistas puedan fácilmente irse en manada del país, y los acreedores, negarse a renovar sus préstamos tan pronto perciban algún problema. (Ffrench-Davis y Ocampo, 2000).

Dado que los fundamentos se han ido deteriorando, en algún momento las percepciones de vulnerabilidad comienzan a crecer y la entrada de capitales a disminuir, habitualmente de una manera más abrupta, pudiendo incluso transformarse en salidas netas, con fugas masivas de recursos. Cuando el país ha perdido un cierto volumen de reservas, los inversionistas financieros extranjeros y nacionales descubren la existencia de riesgo cambiario. Cuando los temores a la depreciación cobran ímpetu, todos buscan liquidar posiciones en moneda nacional, acelerando la pérdida de reservas y precipitando una aguda crisis de balanza de pagos.

Tal patrón describe, adecuadamente, la experiencia de Corea. Los flujos de capital y los recursos financieros intermediados por la banca nacional habían sido de enorme cuantía. Aunque en contraste con el superávit observado en la segunda mitad de la década de los ochenta, durante los noventa se incurrió en déficit en la cuenta corriente. Sin embargo, su manejo nunca se escapó de las manos. La afluencia de capital externo hizo que el tipo de cambio real se apreciara, pero la magnitud de tal aumento no se reveló excesiva para los estándares recientes. La fragilidad financiera se había, en todo caso, agudizado hasta niveles en extremo peligrosos: en 1997 el coeficiente deuda de corto plazo/reservas internacionales excedió de 200%, haciendo la economía muy vulnerable a fugas de capitales por acreedores e inversionistas atemorizados (cuadro 5).

Corea había introducido en el trienio 1991-93 una extensa gama de medidas liberalizadoras de su cuenta de capital. En 1991, todas las restricciones que subsistían sobre la IED en nuevos proyectos fueron abolidas. A su turno, los bancos y las compañías nacionales fueron autorizados para emitir títulos en el exterior. A contar de enero de 1992 se permitió a los extranjeros comprar acciones en empresas coreanas individuales, estipulándose que un máximo de 10% del capital accionario de cada una de ellas podía ser controlado por extranjeros como un grupo (Park, Y. C., 1996).¹³ Tanto los topes agregados como individuales han sido gradualmente ampliados desde entonces.

La liberalización de las corrientes de corto plazo tomó la delantera a la de los flujos de largo plazo. Los topes sobre el endeudamiento de corto plazo en moneda extranjera a empresas nacionales fueron incrementados en 1994, en tanto

(13) Hasta entonces, los extranjeros podían invertir en el mercado bursátil coreano sólo a través de fondos mutuos autorizados.

que aquellos sobre el endeudamiento bancario a largo y mediano plazo en mercados financieros internacionales permanecieron sin variaciones. Sólo se liberalizaron los créditos comerciales y otras operaciones de endeudamiento de corto plazo con el exterior. Esto obligó a la banca a endeudarse en el exterior a corto plazo, a fin de sustentar el suministro de préstamos a largo plazo a los chaebol (Park, Y. C., 1998).

También otros tipos de movimientos de capitales de largo plazo fueron excluidos de la tendencia liberalizadora de la cuenta de capital. Entre aquéllos figuraron las compras de bonos internos por parte de extranjeros y una prohibición virtual en contra de las funciones y adquisiciones (F&A), esta última debido a las restricciones imperantes en Corea en materia de propiedad de las empresas existentes por parte de extranjeros. La crisis y la condicionalidad asociada a la utilización de recursos en el marco del programa del FMI barrieron con la mayoría de las restricciones pendientes. Hacia fines de 1997, el tope global para la inversión extranjera de cartera se había elevado a 55% del capital accionario de una empresa. Todas las restricciones sobre las F&A fueron abolidas en mayo de 1998 (Wang y Zang, 1999, cap. 9).

Así, el segmento de corto plazo del mercado financiero se abrió primero, antes que el mercado de bonos, el financiamiento bancario de largo plazo y el mercado para el control empresarial. Aparentemente, las autoridades siguieron sustentando la errónea concepción de que el financiamiento de corto plazo (el grueso del cual, supuestamente, se relaciona con el intercambio comercial) se amortiza a sí mismo y, en ese carácter, difícilmente redundaba en sobreendeudamiento. El problema estribaba en que las empresas y los bancos coreanos estaban incurriendo en cuantiosas deudas de corto plazo con el objeto de financiar inversiones de largo plazo. Pese a que las autoridades tomaron conciencia del deterioro de la calidad de los activos bancarios y de los descalses que se estaban generando en los plazos de vencimiento de activos y pasivos, no se decidieron a intervenir, debido quizás a la falta de experiencia y de instrumentos para hacerlo, pero también, en grado importante, debido al ambiente de euforia que reinaba en los medios financieros internacionales (Park, Y. C., 1998).

La afluencia de recursos externos que se produjo entre principios y mediados de los noventa, es decir tras la liberalización, fue enorme (cuadro 7). Curiosamente, a causa, quizás, de restricciones sobre las F&A, los grandes aumentos correspondieron no a IED, sino a transacciones de valores en cartera y a empréstitos bancarios. Las compras de acciones en el mercado de Seúl saltaron de US\$ 2.500 millones en 1992 a US\$ 6.600 millones al año siguiente. Dado que las empresas coreanas figuran entre las más competitivas del mundo, resultaban indudablemente muy atractivas para los inversionistas extranjeros de cartera. Así, buena parte de los flujos de inversión de cartera que se materializaron con posterioridad a 1992

correspondieron a un fenómeno de ajuste de existencias que debiera haber sido anticipado por las autoridades. Por desgracia, no fue así. Tal imprevisión agregó combustible a la oleada de capitales externos.

Cuadro 7
Corea: Entradas de capital, 1992-99
(miles de millones de US\$)

Item	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ^b
Inversión Extranjera Directa								
Entradas	0,7	0,6	0,8	1,8	2,3	2,8	5,4	9,3
Salidas	-1,2	-1,3	-2,5	-3,5	-4,7	-4,4	-4,8	-4,2
Cartera								
Entradas: acciones	2,5	6,6	3,6	4,2	6,0	2,5	3,9	12,1
Entradas: deuda	2,5	3,9	4,5	9,7	15,2	9,8	-4,1	-5,1
Salidas: acciones	-	-0,2	-0,4	-0,2	-0,7	-0,3	0,0	-0,3
Salidas: deuda	0,8	-0,3	-1,6	-2,0	-5,3	2,3	-1,6	2,0
Créditos privados entradas								
Bancos	1,8	0,7	7,4	11,4	10,0	-9,8	-6,2	1,4
Otros	3,8	-0,3	6,6	10,7	15,1	-3,1	-12,2	-3,4
Créditos privados salidas								
Bancos	-3,2	-4,0	-5,1	-9,2	-8,2	-8,3	7,0	-0,2
Otros	0,2	0,1	-1,9	-4,6	-4,7	-5,0	-0,1	-2,1
Transacciones públicas netas								
	-0,9	-2,6	-1,0	-1,0	-1,0	4,2	4,6	3,1
Total ^a	7,0	3,2	10,7	17,3	23,9	-9,2	-8,4	12,7

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, noviembre de 2000.

^a Excluye transferencias de capital. ^b Datos provisionales.

Los flujos de endeudamiento aumentaron en forma aún más espectacular: desde US\$ 2.500 millones en 1992 a US\$ 15.200 millones en 1996, adoptando principalmente, modalidades securitizadas de crédito bancario. Los bancos internacionales actuaban de intermediarios en la colocación de títulos por parte de los bancos coreanos (y también por parte de entidades financieras de otros países del Este de Asia) en los mercados financieros mundiales. (Para una descripción, véase Kregel, 1998a; y 1998b; Taylor, 1999). También los créditos privados se expandieron en forma dramática, en favor tanto de la banca como de entidades no financieras. Al mismo tiempo, la salida de capitales desde Corea en forma de flujos de cartera generadores de deuda y de préstamos otorgados por bancos y otras entidades financieras alcanzó volúmenes considerables. Ello sugiere que las empresas y los bancos coreanos se involucraron en el arbitraje de tasas de interés entre los mercados internacionales de capital y los nacionales y otros mercados. Entre 1993 y 1996, la afluencia neta de capitales excedió en forma sistemática la sumatoria del déficit en cuenta corriente y la acumulación de reservas (cuadro 4). Las omisiones y errores negativos de gran magnitud constituyen evidencias adicionales de que los bancos coreanos y los chaebol estaban involucrados en inversiones financieras en otros países (e.g, Tailandia o Indonesia). Hay, incluso, informes de que los bancos coreanos estaban adquiriendo bonos del gobierno ruso.

La liberalización financiera condujo, entonces, a masivos ingresos y egresos de capital. Los bancos coreanos pidieron préstamos de corto plazo en el exterior a fin de prestar a largo plazo a los chaebol, que necesitaban tales recursos para financiar agresivos planes de inversión. En algunos casos, quienes tomaban los préstamos provenientes de los mercados internacionales eran los propios chaebol o sus subsidiarias en el exterior. Este descalce en el perfil de los vencimientos de activos y pasivos iba acompañado de un desajuste cambiario no menos peligroso. Los bancos coreanos asumieron deudas en moneda extranjera y con cargo a estos recursos efectuaron préstamos en monedas locales, vale decir en won y, también, en baht, rupias indonesias y otras monedas. Cuando sobrevino la crisis, los bancos se encontraron totalmente ilíquidos, ya que los inversionistas extranjeros se rehusaron a la renovación de los créditos de corto plazo. Como el tipo de cambio se depreció, numerosos bancos y empresas cayeron técnicamente en la insolvencia, ya que sus activos eran insuficientes para cubrir sus obligaciones.

Los primeros en buscar la puerta de escape fueron los inversionistas de cartera extranjeros, quienes se deshicieron en forma precipitada de títulos coreanos, pese a que esta conducta les trajo fuertes pérdidas. La caída en el precio de las acciones hizo deteriorarse también la cotización del won.

El caso de Taiwán fue bastante diferente. Si el país no sirvió de anfitrión a masivas corrientes de capital no fue por la ausencia de prestamistas e inversionistas

extranjeros interesados en Taiwán, sino porque las autoridades no permitieron que ello sucediera. En el transcurso del último decenio, también Taiwán experimentó una liberalización financiera interna y una limitada apertura de la cuenta de capital, pero el proceso se ha caracterizado por una gran cautela. Los flujos de capital continuaron sometidos a severa regulación. Dado el enorme superávit que exhibe desde hace tiempo la cuenta corriente de Taiwán, las autoridades dieron prioridad a la liberalización de la salida de capitales.

Taiwán impone límites al porcentaje a que pueden tener acceso los inversionistas extranjeros en la propiedad accionaria de sus principales empresas: un extranjero individualmente considerado puede llegar a una participación máxima de 15% en las empresas que se transan en bolsa y la participación foránea global no puede exceder de 30%. Las adquisiciones de compañías taiwanesas por parte de extranjeros están prohibidas.¹⁴ De otro lado, no hay restricciones sobre la IED en nuevos proyectos, las remesas de utilidades ni la repatriación de capital. Los inversionistas institucionales extranjeros tienen un tope de US\$ 600 millones para sus inversiones en Taiwán. Las personas naturales extranjeras pueden comprar en el país activos por hasta un máximo de US\$ 5 millones. Para empresas que no son inversionistas institucionales, el límite para las inversiones en activos taiwaneses asciende a US\$ 50 millones. De acuerdo a lo señalado antes, los bancos taiwaneses están bajo la férrea orientación y fiscalización del Banco Central en lo tocante a la asunción de obligaciones en el exterior para su conversión en activos denominados en dólares NT. El uso de derivados del dólar NT recibe la aprobación del Banco Central sólo cuando obedece auténticamente a propósitos de cobertura. Por ejemplo, los swaps entre el dólar NT y el dólar estadounidense pueden utilizarse sólo con el objeto de cubrir obligaciones de préstamos bancarios y/o pagos por concepto de intereses de una moneda a otra a fin de cubrir riesgos cambiarios y de tasas de interés.

En lo concerniente a los egresos de capitales, se permite la utilización de divisas para inversiones en el extranjero, las cuales, empero, deben ser aprobadas por el Ministerio de Asuntos Económicos y el Banco Central. Las personas naturales pueden invertir en el extranjero, sin necesidad de autorización, hasta US\$ 5 millones anuales. El límite para una empresa nacional asciende a US\$ 50 millones.

Podría alegarse que el superávit en cuenta corriente deja en evidencia que la creciente liberalización no había redundado en un fortalecimiento de la afluencia de capital. Pero flujos de mayor cuantía son, sin duda, compatibles con superávit en cuenta corriente. De haberse generado ellos, habría habido un mayor volumen

(14) A juzgar por los informes de prensa, esta norma parece haberse liberalizado en el curso de 1999.

de inversiones extranjeras hacia la economía taiwanesa y salidas aún más voluminosas de capital desde Taiwán. Pero los flujos de mayor envergadura habrían hecho a Taiwán más vulnerable al tipo de experiencias que ha vivido Corea. Si Taiwán hubiera estado más abierto al capital externo, habría resultado, qué duda cabe, mucho más afectado por la crisis. Taiwán es una de las economías más exitosas del mundo. Posee compañías fuertes que podrían resultar interesantes a muchas corporaciones transnacionales. Su mercado bursátil es, sin duda, atractivo para inversionistas institucionales y agentes individuales en busca de oportunidades en mercados emergentes. Muchos bancos taiwaneses podrían haber obtenido préstamos por un monto superior al que las autoridades monetarias les permitieron solicitar.¹⁵ Podrían ellos haber utilizado la envidiable clasificación crediticia de que disfrutaba Taiwán para endeudarse y efectuar préstamos en otros países, al igual como lo habían hecho los bancos coreanos.

En la práctica, ninguno de los devastadores fenómenos que se desencadenaron en Corea se reprodujo en Taiwán. La causa principal del relativo éxito de Taiwán estriba, a todas luces, en una política mucho más prudente respecto de los tipos de flujos de capital que podrían provocar tales perturbaciones.

La deuda externa de Taiwán se ha mantenido en niveles muy bajos durante los noventa, representando, en promedio, aproximadamente el 30% de sus reservas internacionales (cuadro 5); además, la gran mayoría corresponde a financiamiento del comercio exterior. Taiwán presentaba bajos coeficientes de endeudamiento externo porque tuvo la cautela de no endeudarse excesivamente. Recibió escasa inversión extranjera en su mercado bursátil, de modo que los egresos de capitales de cartera tras el estallido de la crisis fueron bastante moderados.

Como contrapartida, en un breve lapso después de la liberalización de los flujos de corto plazo Corea se precipitó a una situación de extrema fragilidad financiera. Hacia 1996, cuando habían transcurrido apenas tres años desde la implementación de las más ambiciosas medidas, la trayectoria del coeficiente deuda de corto plazo/reservas ya debió hacer prenderse luces de alarma para una perspectiva de sostenibilidad macroeconómica. La emergencia no era atribuible a una disminución de las reservas, las que, de hecho, habían aumentado. Se debía enteramente a una acelerada expansión de la deuda de corto plazo. La masiva afluencia de inversión de cartera hizo al país más vulnerable a cambios en la actitud de los agentes. Y eso fue lo que sucedió: antes de que la crisis se desplegara en toda su magnitud, ya buena parte de los inversionistas extranjeros en el mercado bursátil coreano había partido.

(15) Sin embargo, debe admitirse que las tasas de interés en Taiwán son inferiores a las de Corea, de modo que hay menos posibilidades de arbitraje.

6. El papel del contagio

Claramente, el contagio tuvo un papel gravitante en la debacle coreana. ¿Se habría desencadenado la crisis en ausencia de contagio ? Probablemente, no.

A los niveles que presentaban con anterioridad a la crisis el tipo de cambio y la tasa de interés, los bancos y las firmas coreanos importantes no eran insolventes. Es decir, los bancos eran vulnerables a un apretón de liquidez; y los chaebol, a un debilitamiento de la demanda mundial por sus productos. Pero los bancos y los conglomerados coreanos habrían podido superar sus problemas si los inversionistas extranjeros hubiesen estado dispuestos a mantener sus capitales en el país y si los acreedores hubiesen renovado, incluso a tasas de interés más altas, los créditos que estaban por vencerse. Del FMI habría cabido esperar que coordinara las expectativas de los distintos agentes en torno al hecho de que las instituciones coreanas eran solventes. Por el contrario, al insistir en la necesidad de profundas reformas estructurales, reforzó en los agentes involucrados la percepción de que había problemas de fondo en la economía, las empresas y la banca coreanas.

Claramente, los pilares del desarrollo de este país eran más sólidos que, digamos, en Tailandia o Malasia. Ya se ha señalado que Corea registró un déficit importante en cuenta corriente (4,4% del PIB) sólo en 1996. Al considerar el quinquenio 1992-96 se observa que el déficit promedio en esta cuenta ascendió apenas a 1,6%. E incluso en 1996 la brecha en la cuenta corriente coreana resulta bastante inferior a la de Tailandia (7,9 % del PIB), la que en el quinquenio 1992-96 llegó a 6,5 % del PIB. El correspondiente a Malasia en este último período fue de 5,8% de PIB, con un máximo de 9,7% en 1995.¹⁶

Sólo después del estallido de la crisis financiera en otros países de Asia, los mercados financieros internacionales se pusieron nerviosos con Corea. Antes de que los efectos de la crisis golpearan a otros países del Este de Asia, los inversionistas internacionales de cartera y los bancos internacionales habían inyectado con gran diligencia cuantiosos recursos a la economía coreana. Una vez que la crisis se abatió sobre Tailandia, Malasia e Indonesia, dichos agentes reconsideraron sus compromisos con Corea y protagonizaron una fuga masiva, con todas las consecuencias adversas ya descritas. La apertura (casi) irrestricta de la cuenta de capitales puso al país, al cabo de tres décadas de éxito económico universalmente aclamado, en una situación de extrema vulnerabilidad ante la secuencia de hechos que se dieron en esta coyuntura.

(16) Datos extraídos de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, diversos números.

Corea sufrió las diversas formas de contagio financiero y cambiario. En primer lugar, suele haber un efecto sobre el comercio. Cuando la crisis se hace sentir sobre la economía real, se deterioran los volúmenes de exportación y/o los precios de las exportaciones de otros países. En el caso coreano, los precios de las exportaciones se habían deteriorado con anterioridad, debido en parte al repliegue de la demanda frente a una oferta creciente, a causa de la decisión de los chaebol de seguir impulsando sus proyectos, pese a las señales poco auspiciosas provenientes del mercado mundial.

El contagio financiero tiene lugar, en segundo término, cuando los inversionistas se dan a la fuga y los acreedores se niegan a renovar sus créditos, impulsados por el pánico que les provoca el estallido de problemas en otras economías. Esta fue la principal forma de contagio en el caso coreano, y la que provocó los mayores daños a la economía.

Tercero, el contagio puede hacerse sentir sobre el tipo de cambio, si es que, ante el estallido de una crisis financiera en otra plaza, tanto los agentes extranjeros como los nacionales procuran deshacerse de sus posiciones en moneda nacional y adquirir divisas. Corea también experimentó este tipo de contagio, aunque sólo durante un período breve. Existió un overshooting muy significativo en el mercado cambiario. El efecto permanente ha consistido en una depreciación de la moneda coreana mucho más modesta. La paridad pasó de 888 won por dólar estadounidense antes de la crisis (a fines del segundo trimestre de 1997) a 1.100 en la actualidad (octubre de 2000). En términos reales, la depreciación fue menor al 20%.

Esto, por supuesto, es una manifestación de la ineficiencia de los mercados financieros. Con la ventaja que da una mirada retrospectiva, el won coreano estaba algo sobrevaluado a mediados de 1997, pero indudablemente que las violentas fluctuaciones que sobrevinieron a causa de la crisis fueron innecesarias para que encontrara su nuevo nivel de equilibrio.

En el caso de Taiwán se observó un contagio comercial bastante fuerte, que se manifestó en una brusca caída en el ritmo de crecimiento de las exportaciones. Taiwán experimentó también algún contagio vía tipo de cambio, pero mucho menor que el que afectó a Corea. Como ya hemos señalado, la corrección cambiaria ha tendido a ser mínima en el largo plazo. Pero en lo que Taiwán realmente difiere de Corea es en lo tocante al contagio financiero. Taiwán no se vio afectado en absoluto, tal como Chile en 1995 (véase Ffrench-Davis y Tapia, 2000). Acogió un escaso volumen de capital extranjero volátil dentro de sus fronteras, y poco salió durante la crisis de sus vecinos. Aun en el evento de que las personas y las compañías taiwanesas hubiesen deseado llevarse sus recursos a otra parte, las limitaciones imperantes se los hubiera impedido.

7. Conclusiones

Las lecciones que fluyen del análisis comparativo de las experiencias de Corea y Taiwán es que la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos debe estar presidida por la cautela, particularmente en lo que toca a los flujos de corto plazo y al capital de cartera. Los países que optan por la alternativa de la liberalización deben, a lo menos, asegurarse de contar con adecuados esquemas de regulación y supervisión bancaria. Dado que las tasas de interés en economías emergentes son inevitablemente superiores a las internacionales, en aquellos países que exhiben un grado elevado de integración a los mercados financieros mundiales los bancos nacionales encaran la permanente tentación de endeudarse en el exterior. Con el objeto de evitar descalces excesivos, es importante disponer de una autoridad fiscalizadora bien calificada y dotada de atribuciones suficientes.

Es más fácil formular esta recomendación que llevarla a la práctica. Una adecuada supervisión y regulación bancaria no se improvisa, sino que constituye un proceso que sólo se consigue en el transcurso del tiempo. Los avances en esta materia se correlacionan estrechamente con el nivel de desarrollo del país, pero a menudo las crisis financieras obligan a acelerar el paso.

Es probable que Corea emerja de la crisis con un sistema financiero mucho más sólido que el anterior, al estilo de lo que sucedió en Chile después del colapso de la banca en 1982.

Pero el mejoramiento de la supervisión bancaria no es la panacea. En economías abiertas en las que se imponen límites al endeudamiento de los bancos, las empresas nacionales pueden solicitar créditos en forma directa en los mercados internacionales, haciendo elevarse a niveles excesivos el total de los compromisos del país. Este es un tema que plantean vigorosamente Furman y Stiglitz (1998). En coyunturas de prosperidad y en que el tipo de cambio real se está apreciando, incluso las empresas más racionales pueden simplemente ignorar el peligro de una devaluación. Los préstamos sin cobertura cambiaria contratados por las empresas fueron, sin lugar a dudas, un componente clave en las crisis que sufrieron Corea y otras economías asiáticas a partir de 1997. El endeudamiento en que incurre cada empresa individual redundaba en una externalidad desfavorable sobre el conjunto de la economía. En efecto, la hace más vulnerable a eventuales cambios en el ánimo de inversionistas y acreedores, cuyas decisiones pueden precipitar a muchas empresas a la quiebra. En consecuencia, existe un poderoso argumento para imponer controles sobre tales préstamos y para limitarlos cuando resulte necesario.¹⁷

(17) Merece destacarse que en un reciente documento, Fischer (1998), ferviente defensor de la liberalización de la cuenta de capitales, ha sugerido que los países establezcan, como parte de sus controles prudenciales, exigencias de calce sobre los activos y las obligaciones en divisas que registren las empresas no bancarias.

Los grandes flujos pueden suscitar otros efectos adversos sobre la economía y mover a las autoridades a tratar de limitarlos. La masiva afluencia de recursos externos desata muchas veces burbujas financieras, las que se transforman en estímulos adicionales para la llegada de capital. Se trata de flujos extraordinariamente volátiles, que llegan tan rápido como se van, desatando intensas fluctuaciones en el tipo de cambio. Ellas resultan devastadoras en los países empeñados en fortalecer mediante el comercio su integración a los mercados internacionales. Buena parte de estas corrientes tienen un carácter transitorio; sin embargo, pueden suscitar efectos permanentes sobre economías receptoras. Por lo tanto, hay buenos argumentos para imponerles limitaciones. Este es exactamente lo que ha hecho Taiwán y lo que Corea hacía hasta 1992.

Con posterioridad, sin embargo, Corea dismanteló la mayoría de los controles sobre flujos de capital. Como resultado de la crisis, prácticamente ha completado esa tarea, debido en parte a la presión del FMI. Irónicamente, buena parte del instrumental de políticas que permitió el país modificar en forma dramática su estructura económica y construir empresas vigorosas e internacionalmente competitivas fue totalmente barrida durante la crisis.

Las empresas están todavía allí y son precisamente esas fortalezas las que están permitiendo a la economía coreana recuperarse con una rapidez mayor de la que nadie había previsto de la crisis en la que se sumió. Como puede observarse en el cuadro 1, en 1999 el crecimiento de la economía coreana fue muy fuerte (casi 11%) y los analistas proyectan una elevada tasa de crecimiento para 2000 (PECC, 2000). Los factores principales detrás de este buen desempeño son la recuperación del consumo y de la inversión en maquinaria. A medida que las reservas internacionales se fueron elevando y que el won se fue apreciando, las autoridades monetarias pudieron bajar las tasas de interés, lo que favoreció a un sector empresarial fuertemente apalancado. La fortaleza de las exportaciones también ha contribuido al crecimiento de la economía.

Sin embargo, la crisis ha obligado a cambios importantes en la economía coreana. El sector bancario experimenta una transformación profunda y se espera que la supervisión y la regulación bancaria signifiquen un gigantesco salto adelante. Por otra parte, las autoridades han debido aceptar la compra de empresas nacionales por parte de intereses extranjeros. Hay informes de grandes flujos de IED bajo la modalidad principalmente de F&A. Muchas firmas financieras y no financieras son compradas por fondos de inversión, a precios muy deprimidos, y no, lo que es significativo, por corporaciones transnacionales que operan en el mismo sector de

las adquiridas, lo que podría haber contribuido a mejoras en materia de gestión o tecnología.¹⁸ Estos compradores se asemejan realmente más a inversionistas financieros de cartera, que a inversionistas directos a largo plazo, siendo probable que retengan sus activos coreanos sólo hasta que, al consolidarse la recuperación económica, los precios suban.

Así, la recuperación ya está trayendo consigo una renovada afluencia de capitales. Las firmas coreanas han vuelto ya a tener acceso a los mercados financieros internacionales. Los fondos extranjeros están volviendo a la bolsa. A los bancos coreanos les tomará más tiempo recobrar su solvencia internacional, toda vez que el proceso de reestructuración de este sector dista de haberse completado (Park. Y. C., 1999). Cabe esperar que las autoridades coreanas instauren pronto la supervisión y regulación bancaria que ayude en la tarea de controlar los flujos innecesarios y potencialmente perjudiciales. Cabe esperar, igualmente, que encontrarán sustitutos eficaces para los desechados controles sobre la cuenta de capital.

(18) Desde mediados de 1999, la prensa financiera internacional ha brindado amplia cobertura a estas operaciones. Una muestra: "Newbridge closer to Korea bank takeover", *Financial Times*, 2 de julio de 1999; "Samsung to put car group in receivership", *Financial Times*, 1° de julio de 1999.

Referencias bibliográficas

- Amsden, A. H. (1989), *Asia's Next giant – South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York y Oxford.
- APEC (1998), “The Impact of Investment Liberalization in APEC: Policy Reviews and Case Studies”, Report by the Economic Committee, Sydney, noviembre.
- Banco Mundial (1993), *The Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, Nueva York.
- Chang, H-J. (1998), “South Korea: The Misunderstood Crisis”, en K.S. Jomo (ed.), *Tigers in Trouble – Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Zed Books, Londres y Nueva York.
- Dean, J. (1998), “Why Left-wing Moralists and Right-Wing Academics are Wrong About Asia”, *Challenge*, marzo-abril.
- Eatwell, J. (1997), “International Financial Liberalization: The Impact on World Development”, *ODS Discussion Paper* No. 12, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), Nueva York; también en *Estudios de Economía*, 24.
- Feldstein, M. (1998), “Refocusing the IMF”, *Foreign Affairs*, marzo-abril.
- Ffrench-Davis, R. y J.A. Ocampo (2000), “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en este volumen.
- ——— y H. Tapia (2000), “Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales externos”, en este volumen.
- Fischer, S. (1998), “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”, en S. Fischer et al., *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Essays in International Finance No. 207, International Finance Section, Princeton University, Princeton, NJ.
- Furman, J. y J. E. Stiglitz (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Huang, Y. (1998), “Reflections on Taiwan's Economic Investment Policy Following the Asian Currency Crisis”, en C. Mai (ed.), *The Asian Currency Crisis: The Taiwan Experience*, Chung-Hua Institution for Economic Research, Taipei.
- Kregel, J. (1998a), “East Asia is Not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflation”, en Jomo (ed.), op.cit.

- (1998b), “Derivatives and Global Capital Flows: Applications to Asia”, *Integración y Desarrollo*, Lima, febrero-marzo.
- Noland, M. (1996) “Restructuring Korea’s Financial Sector for Greater Competitiveness”, APEC Working Paper 96-14, Institute for International Economics, Washington, DC, no publicado.
 - Pacific Economic Cooperation Council (PECC) (2000), *Pacific Economic Outlook, 2000-01*, The Asia Pacific Press at Australian National University, Canberra.
 - Park, Y. C. (1996), “The Republic of Korea’s Experience with Managing Foreign Capital Flows”, en M. ul Haq, I. Kaul, e I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax – Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Nueva York y Oxford.
 - (1998), “The Financial Crisis in Korea and Its Lessons for Reform of the International Financial System”, en J. J. Teunissen (ed.), *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*, FONDAD, La Haya.
 - (1999), “The Banking Reform in Korea: Issues and Challenges”, Korea University, Seúl, no publicado.
 - Park, J-J. (1998), “Financial Crisis in Korea – Why it Happened and How it Can Be Overcome”, Assistant Governor, Bank of Korea, Seúl, no publicado.
 - Radelet, S. y J. D. Sachs (1998), “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
 - Shim, S. (1998), “Recent Trends and Macroeconomic Forecast for 1998/99”, Korea Development Institute, Seúl, diciembre, no publicado.
 - Taylor, L. (1999), “Lax Public Sector, Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises”, UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X, Ginebra y Nueva York.
 - Wade, R. (1990), *Governing the Market – Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton University Press, Princeton.
 - Wang, Y. y H. Zang (1999), “Adjustment Reforms in Korea Since the Financial Crisis”, Korea Institute for International Economic Policy, Seúl.
 - Yanagihara, T. (1999), “Regional Policy Coordination in Asia”, en *Entering the 21st Century – The Changing Development Landscape*, Banco Mundial y Foundation for Advanced Studies in Development (FASID), Seminario de Tokio, 26-27 de mayo.
 - Yang, Y. (1998), “Reflections on the ROC’s Financial Policies in Response to the Asian Currency Crisis”, en Mai (ed.), op. cit.



**TRES VARIEDADES DE
POLÍTICAS EN CHILE FRENTE A LA ABUNDANCIA
DE CAPITALES EXTERNOS**

*Ricardo Ffrench-Davis
Heriberto Tapia**

Introducción

La historia reciente de Chile ofrece tres interesantes episodios para estudiar las políticas frente a las grandes avalanchas de capital y sus consecuencias sobre la economía nacional. El primero, cubre desde mediados de los años setenta hasta la crisis de la deuda de 1982; el segundo se inicia a comienzos de los noventa, y se extiende hasta la crisis mexicana del tequila; y el tercero comprende el bienio que antecede a la crisis asiática de fines de siglo. En todos observamos rasgos comunes: (i) su origen en una oferta superabundante de fondos desde el exterior acompañada de diversos otros shocks positivos o negativos, pero de menor fuerza que el auge financiero; (ii) la canalización de los fondos hacia el sector privado; (iii) la destacada imagen de país "exitoso" que exhibió Chile, basada en algunos "fundamentos" sólidos como un superávit fiscal, y (iv) el advenimiento de una crisis internacional al final de cada auge financiero. Por otra parte, es posible observar notables diferencias tanto en las políticas implementadas para afrontar los capitales externos como en los resultados obtenidos. Así, encontramos una valiosa oportunidad para vincular éstos con aquéllas (véase Ffrench-Davis, 1999b, caps. V, VI y IX).

Aquí nos concentraremos en analizar los eventos durante los tres auges y su impacto sobre los equilibrios macroeconómicos y su sostenibilidad; en estos períodos es cuando se gestan o frustran las crisis futuras. Nos referimos sólo marginalmente a los períodos pos-auge, cuando, además de los shocks financieros adquieren importancia otros, como los de términos del intercambio.

En el examen de políticas hay dos dimensiones de análisis, relacionadas con el papel de los flujos de capitales en las economías emergentes, que nos interesa destacar. La primera, de capacidad de *absorción interna*, consiste en cómo los nuevos recursos afectan al país receptor. Si hay una asimilación eficiente, los recursos externos contribuirán a un proceso de crecimiento sostenible; pero, si distorsionan los precios macroeconómicos internos, se generará una mala asignación de recursos y desplazamiento de ahorro interno. En esta dimensión nos preocupa cómo lograr beneficios de la mayor disponibilidad de capitales. La segunda, de *vulnerabilidad externa*, analiza la exposición a la que es sometida la economía al relacionarse con mercados financieros volátiles, y se vincula predominantemente con los costos de la inestabilidad. Ambas son igualmente importantes en la evaluación de la gestión de los flujos de capitales; la primera de

*CEPAL. Agradecemos los sustantivos comentarios y críticas de José Pablo Arellano, Guillermo Le Fort, Manuel Marfán, Carlos Massad, Jaime Ros, Gonzalo Sanhueza, John Williamson, Felipe Jiménez, M. Ángela Parra, Daniel Títelman y Andras Uthoff. Por supuesto, todo el contenido es de nuestra exclusiva responsabilidad.

ellas es la condición necesaria, pero no suficiente, para una sana inserción financiera; el descuido de la segunda puede implicar beneficios de corto plazo, pero generan mayores riesgos a mediano plazo, expresados en pasivos externos elevados y desequilibrios en el tipo de cambio y en la cuenta corriente. Estos, a su vez, entregan señales distorsionadas al sector productivo, que terminan por transformar a la economía en víctima de su propio “éxito”.

Chile recibió enormes flujos de fondos en cada período, como puede apreciarse en el cuadro 1. En los tres casos la mayoría de los fondos fue de origen privado y dirigido al sector privado local. No obstante, en cada caso aparecen comportamientos distintos de indicadores de vulnerabilidad (como el déficit en cuenta corriente y la apreciación cambiaria), y de sana absorción interna (como el nivel de ahorro nacional y las tasas de inversión y crecimiento del PIB potencial).

El primer ciclo de los setenta coincidió con reducidas tasas de inversión y ahorro en el frente interno. Hubo, como veremos, un desplazamiento muy pronunciado del ahorro nacional por el externo y, además, un entorno macroeconómico -caracterizado por un tipo de cambio muy apreciado y tasas de interés extremadamente elevadas- que no favoreció la canalización de los recursos hacia la inversión productiva. La tasa de crecimiento del PIB efectivo, por su parte, sí fue elevada por algunos años. Esto se debió a que había mucha capacidad subutilizada luego de la fuerte recesión de 1975 (año en que el PIB cayó 13%), lo que dejó un espacio extenso para la recuperación fácil de la actividad económica; es decir, para el aumento del PIB sin necesidad de nueva formación de capital. Así, por medio de la expansión acelerada de la demanda agregada, estimulada por la gran cantidad de recursos financieros que ingresaban, la economía se situó en la frontera productiva hacia 1980-81 (Ffrench-Davis, 1999b, cap. I). En el frente externo, por su parte, se produjo un aumento desmesurado del endeudamiento, que no sólo llevó a la economía a una situación extraordinariamente vulnerable ante cambios externos, sino que por sí solo era insostenible, dados el déficit en cuenta corriente en 1981 (14,5% del PIB a precios corrientes y 21% con un dólar normalizado) y los elevados montos de vencimientos. Hubo, por tanto, fallas marcadas tanto en la absorción de los flujos (cuya eficiencia se limitó, principalmente, a su contribución positiva a la recuperación de la actividad económica), como en el manejo externo, que llevaron a Chile a ser en 1982 la economía de América Latina más dañada por la crisis de la deuda.

La situación fue completamente distinta en el primer quinquenio de los noventa, revelando un aprendizaje. En este período se registró un crecimiento vigoroso del PIB, esta vez acompañado por altas tasas de inversión y ahorro. En Chile, el ciclo pre-tequila, de forma opuesta a la pre-crisis de la deuda, se inició con una elevada tasa de utilización de la capacidad productiva. Las políticas

dirigidas a mantener la estabilidad en los macroprecios permitieron aumentar la demanda agregada a la par con un incremento en las tasas de ahorro y un salto notable en las tasas de inversión. Esto hizo posible que las elevadas tasas de crecimiento fueran sostenibles en el tiempo. Esto es, se consiguió una absorción eficiente de los nuevos recursos. En el sector externo se mantuvo un control cuidadoso del déficit en cuenta corriente y se aplicaron, activamente, políticas para evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio. Al producirse la crisis mexicana en 1994-95, la economía chilena mostró que sus logros en la dimensión interna estaban acompañados por una gran fortaleza en el frente externo; cabe señalar que, además, Chile recibió un shock comercial positivo, que acentuó su fortaleza.

El tercer período se inició con una economía casi incólume frente al contagio del efecto tequila, trabajando a plena capacidad, con fundamentos internos sólidos alabados internacionalmente. El problema se generó en la dimensión externa, con un atraso cambiario y un creciente déficit en cuenta corriente en 1996-97, que puso a la economía en una condición de vulnerabilidad ante shocks externos. Si bien la economía siguió vigorosa -con un crecimiento en 1996-97 que podía estimarse como sostenible, gracias a las altas tasas de inversión interna- se estaban sembrando las condiciones de debilidad ante un cambio en el contexto internacional. Cuando esto ocurrió, con los shocks comercial y financiero de la crisis asiática en 1998, Chile tenía un déficit externo elevado y un tipo de cambio fuertemente revaluado. Entonces, debió iniciar un intenso proceso de ajuste macroeconómico que desembocó en una recesión (pero, con una caída moderada del PIB de 1% en 1999).

Como lo hemos señalado, las políticas específicas y el enfoque que acompañaron a cada experiencia fueron distintos, pasando de la ingenuidad extrema de los setenta, a un enfoque más pragmático en la primera mitad de los noventa. No obstante, al finalizar el siglo afloraron tentaciones de transitar hacia una globalización financiera, subestimando sus riesgos subyacentes, en un retroceso de la sostenibilidad macroeconómica.

1. Liberalización de la cuenta de capitales: 1975-82¹

En los días que siguieron al golpe militar de 1973, Chile inició su transición hacia una economía de libre mercado, por medio de una serie de reformas institucionales,

(1) Véanse French-Davis y Arellano (1981); Díaz-Alejandro (1985); Edwards y Cox-Edwards (1987); French-Davis (1999b, cap. V); Harberger (1985); Morandé y Schmidt-Hebbel (1988); Reinstein y Rosende (2000); Tapia (1979); Valdés-Prieto (1992)

caracterizadas por su gran profundidad y alcance. La aplicación de un modelo neoliberal introdujo cambios substanciales en el papel desempeñado por el sector público en la economía. Hacia fines de 1973 se puso en marcha un intenso programa de liberalización de las importaciones. En 1975, por su parte, se desarrolló una reforma radical del sistema financiero. Casi todos los bancos que habían sido nacionalizados durante el gobierno previo fueron privatizados; junto con la liberalización abrupta de las tasas de interés en abril de 1975, las regulaciones para la asignación de créditos (que estaban dirigidas a canalizarlo hacia la producción antes que al consumo) fueron eliminadas también bruscamente. Las autoridades restaron importancia a la regulación prudencial, estimando que el mercado podría discriminar espontáneamente entre bancos eficientes e ineficientes.

a) *Volumen, origen y destino de los flujos*

Como resultado del boom de créditos bancarios a los países en desarrollo, originados en los excedentes de los países petroleros, así como estimulados por las reformas financieras internas, los movimientos de capitales crecieron aceleradamente hacia Chile desde 1977. A pesar de que el sector externo registró a partir de esa fecha un elevado y creciente déficit en cuenta corriente, el ingreso neto de capitales permitió una significativa acumulación de reservas internacionales hasta 1981. El movimiento de capitales se concentró, en forma abrumadora, en créditos al sector privado, sin garantía estatal, con proporciones menores al 20% de los ingresos en la forma de inversión extranjera directa (IED) y préstamos al sector público.

Los flujos fueron notablemente elevados en la segunda mitad de la década del setenta, como se observa en el cuadro 1. El ahorro externo (déficit en cuenta corriente) y el servicio de capitales también crecieron en relación a las exportaciones, a pesar del comportamiento muy dinámico que tuvieron éstas durante los primeros años del experimento neoliberal. El servicio de la deuda externa alcanzó en 1982 al 88% de las exportaciones de bienes y servicios; esto es, tres veces el coeficiente de los años 1970-74. La magnitud alcanzada por los movimientos de capitales es reflejada por el hecho de que en el bienio 1980-81 los ingresos brutos de créditos equivalieron a 24% del PIB. Todos estos indicadores fueron substancialmente mayores que el promedio de América Latina en los años setenta (Ffrench-Davis, 1984).

Cuadro 1
Chile: entradas de capital y crecimiento, 1977-99
(porcentajes del PIB)

	Entradas netas de capital		Ahorro		Inversión fija	Crec. PIB efectivo	Crec. PIB potencial^b
	(Precios corrientes)	(Precios de 1986) ^a	Nacional	Externo			
	(Precios corrientes)		(Precios corrientes)		(Precios de 1986)	(Precios de 1986)	
1977-81	10,8	17,2	11,6	7,2	18,7	7,5	3,0
1982-89	5,5	6,4	11,5	6,2	18,2	2,6	2,9
1990-95	6,9	6,9	22,1	2,5	26,1	7,8	7,0
1996-97	8,0	9,2	21,2	5,7	31,6	7,4	7,8
1998-99	1,0	1,1	20,6	3,2	29,2	1,4	5,3

Fuente: Banco Central de Chile. Para el PIB potencial Ffrench-Davis (1999b, cap. I).

^a) La serie en dólares corrientes se deflactó por el índice de precios externos para la economía chilena. En cuanto al denominador, el PIB a precios constantes de 1986 fue transformado a dólares de 1986, usando el tipo de cambio observado promedio de 1986. ^b) Corresponde a la capacidad productiva creada en cada período, la cual depende de la inversión con un año de rezago.

Durante este período se registraron cambios significativos en lo tocante a los agentes que participan en los movimientos de capitales. En cuanto a los acreedores, en 1981 el 84% de la deuda externa era con bancos; éstos cubrían apenas el 19% a fines de 1974. La deuda bancaria de Chile creció 57% por año entre 1977 y 1981, frente a una media de 28% del conjunto de los países en desarrollo.

En lo que respecta a los deudores, desde 1975 el creciente ingreso neto de capitales fue recibido mayoritariamente por el sector privado, mientras que el fisco avanzaba hacia un superávit presupuestario. Una política deliberada de reducción de la participación estatal fue facilitada por el cambio ocurrido en los mercados internacionales: la pérdida de peso de las instituciones financieras oficiales que operaban preferentemente con usuarios gubernamentales, y el surgimiento vigoroso de los mercados internacionales de capitales privados que ofrecían acceso tanto a deudores públicos como privados.

La gran mayoría de la deuda privada se contrató sin garantía estatal explícita. De esta manera, dos tercios de la deuda total de Chile no contaban con garantía pública en 1981. Hasta 1977 el sector privado obtenía directamente una parte significativa de los préstamos debido a las restricciones cuantitativas que se aplicaban entonces a los bancos locales respecto de los créditos financieros

externos.² Desde 1978 el sector bancario interno adquirió mayor importancia en la intermediación directa del financiamiento externo, pero fue en abril de 1980 cuando se les permitió acceso en igualdad de condiciones que el sector no bancario. Debe notarse que, a pesar que desde esa fecha los créditos canalizados por medio del sector bancario crecieron espectacularmente, los flujos del sector no financiero siguieron expandiéndose significativamente. El 94% del flujo bruto en 1976-81 fue captado por el sector privado (véase Ffrench-Davis, 1999b, cap. V).

b) Endeudamiento y ajuste macroeconómico

Un proceso masivo de endeudamiento externo, como el que tuvo lugar en Chile entre 1977 y 1981, provocó efectos muy significativos sobre el nivel de la demanda global y su composición, contribuyó a la reactivación económica pero también a la concentración del patrimonio, alteró el funcionamiento del proceso de ahorro e inversión, y condicionó de manera determinante el manejo de las políticas monetaria y cambiaria.

El impacto inicial del endeudamiento externo involucra un incremento de la disponibilidad de divisas. Esta tiene como contrapartida dos posibilidades: una es un aumento de las reservas internacionales; la otra consiste en revaluación cambiaria y la ampliación del déficit de la cuenta corriente. En la práctica, hasta 1981 el creciente endeudamiento se manifestó, paralelamente, en ambas vertientes. En efecto, el ingreso neto de capitales fue superior a la capacidad de absorción por parte de la economía nacional de los recursos provistos por los créditos externos, no obstante la creciente ampliación de esa capacidad mediante la reactivación económica, la liberalización de las importaciones y revaluaciones cambiarias empujadas por el ingreso de capitales.

La rápida acumulación de reservas, a su vez, provocó efectos sustanciales sobre la oferta monetaria. Por otra parte, los voluminosos movimientos de capitales, tanto los que se utilizaron en financiar un mayor gasto en importaciones; así como aquellos que pasaron a engrosar las reservas internacionales, involucraron que una proporción muy elevada de todo el crédito disponible en la economía nacional se originara en los fondos externos. A pesar de su volumen, persistieron sustanciales diferencias entre las tasas internas y externas de interés.

i) Política monetaria y control de capitales

La compra neta de divisas por parte del Banco Central constituyó desde 1975 la principal fuente de expansión de la emisión (Ffrench-Davis y Arellano,

(2) Una proporción importante de esos préstamos contó con avales bancarios al inicio del auge de endeudamiento. Véase Ffrench-Davis (1999b, cuadro V.4).

1981, cuadro 13). Con el correr del tiempo, el fenómeno se intensificó, y en el trienio 1978-80 esas operaciones representaron más del 100% de la emisión. Como se ha señalado anteriormente, una proporción predominante provino del endeudamiento externo privado; incluso en algunos años las operaciones de cambios con el sector público tuvieron un efecto contractivo. Fue en 1981 cuando empezaron a emerger los graves desajustes macroeconómicos que se habían ido acumulando, y se inició la pérdida de reservas internacionales. Correspondientemente, el efecto monetario de las operaciones de cambio se tornó marcadamente contractivo.

Durante ciertos lapsos se utilizaron restricciones directas al ingreso de capitales como instrumento de programación monetaria. Una de estas restricciones estuvo dirigida a moderar el efecto monetario del ingreso de capitales, al limitar el monto de recursos que los bancos comerciales podían cambiar en el Banco Central mensualmente. Dicho control estuvo vigente —con sucesivas modificaciones en los montos máximos de liquidaciones autorizadas— entre 1977 y 1979 (Ffrench-Davis y Arellano, 1981). Estas restricciones fueron insuficientes para limitar el ingreso de préstamos al sector privado a un volumen compatible con la expansión monetaria deseada por la autoridad económica. En consecuencia, el crédito interno del Banco Central (redescuento o préstamos al sistema bancario) se restringió ante el incremento de la emisión por concepto de la compra neta de divisas. Con todo, el aumento de la demanda agregada fue mucho más veloz que el del PIB. A su vez, el tipo de cambio real se revaluó fuertemente, a pesar de la acumulación de reservas, desplazando así del mercado a productores nacionales de bienes transables.

Las metas de expansión de la liquidez tuvieron vigencia mientras predominó el enfoque monetario de economía cerrada. Posteriormente, en 1979, se adoptó el enfoque monetario de economía abierta se congeló el tipo de cambio nominal y se estableció una política monetaria “neutra”. Entonces, las variaciones de reservas internacionales fueron las determinantes automáticas de la liquidez de la economía nacional, en un marco de presupuesto fiscal superavitario y tasas de encaje bancario bajas y estables.

En abril de 1979 se estableció un encaje no remunerado para los créditos externos (ingresados al amparo del artículo 14), con porcentajes variables según el plazo. Se mantuvo la prohibición para el ingreso de créditos con una madurez promedio inferior a los 24 meses (encaje de 100%), y una tasa decreciente según el plazo de las operaciones. Los créditos que excedían el umbral de los 66 meses de madurez estaban exentos. En agosto del mismo año, y en julio de 1980, se redujeron las tasas para los préstamos sobre 24 meses de madurez (Ffrench-Davis y Arellano, 1981; Valdés-Prieto, 1992). Con todo, las modificaciones tuvieron poca significación, por dos razones. Primero, ningún crédito con un plazo inferior a 2 años pudo ser contratado en este período, con la excepción de los créditos comerciales cuyos montos se mantuvieron controlados mediante límites que sobrevivieron a la liberalización

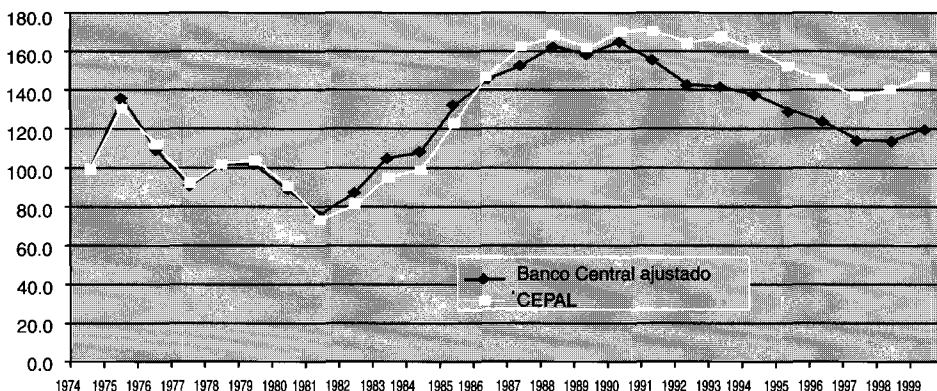
de abril de 1980. Segundo, el segmento dinámico del mercado internacional de la época era el de créditos sindicados, cuyos plazos promedios fluctuaron entre 6 y 10 años en 1976-80 (Ffrench-Davis, 1984, cuadro 11).

Por tres años, entre mediados de 1979 y 1982 prevaleció el enfoque monetario de la balanza de pagos con una política monetaria “neutra” tipo padrón dólar. Durante el último año de su vigencia se inició un “ajuste automático” contractivo con efectos desastrosos sobre el empleo y la producción nacional (véanse Arellano y Cortázar, 1982; Ffrench-Davis, 1999b, caps. I y VI).

ii) *Política cambiaria*

La política cambiaria asumió variadas formas en el período 1974-82 (véase Ffrench-Davis, 1999b, cap. IV). Hasta junio de 1976 se aplicó un tipo de cambio reptante, entre uno y cuatro ajuste por mes. Desde esa fecha se aplicó una secuencia de devaluaciones diarias, anunciadas cada mes, en combinación con cambios abruptos del valor de la divisa (dos devaluaciones y dos revaluaciones). En febrero de 1978 se instituyó una tabla de ajustes diarios decrecientes para el año y otra similar al inicio de 1979. En junio de 1979 este sistema fue interrumpido con una alza que llevó el precio del dólar al valor programado para fines de año (39 pesos por dólar). Esa tasa se mantuvo fija hasta junio de 1982, cuando se devaluó en 18% y se anunció una tabla de minidevaluaciones que, pronto, fue reemplazada por un sistema de tipo de cambio libre de corta vida, seguido por un retorno a una tasa reptante. Los efectos sobre el tipo de cambio real son mostrados en el gráfico 1.

Gráfico 1
Chile: Tipo de cambio real, 1974-99 (1974 = 100)



Fuente: CEPAL, Banco Central, y Ffrench-Davis (1999b, gráfico IX.3). La diferencia principal entre ambos indicadores es que CEPAL usa IPC para medir la inflación externa y el Banco Central usa precios mayoristas. El primer método es más consistente con las mediciones disponibles de tipos de cambio reales de otros países de la región.

El ingreso de recursos financieros externos fue crucial para posibilitar el manejo oficial del tipo de cambio con objetivos distintos al de una asignación eficiente de recursos hasta 1981. El uso del tipo de cambio para guiar las expectativas (en 1976-79) y/o anclar precios internos a los externos (1979-82) resultó en una menor inflación pero, al mismo tiempo, en una apreciación significativa del tipo de cambio real (TCR) de 45% entre 1975 y 1981. Esto, sumado a la liberalización de las importaciones (rebaja del arancel promedio de 94% a 10%) y a la recuperación de la actividad económica registrada entre 1977 y 1981, causaron el ya mencionado déficit notable de la cuenta corriente.³ Paralelamente, la depreciación gradual del TCR disminuyó el costo real observado del endeudamiento externo, de manera que en 1979 y 1980 fue negativo. En consecuencia, los flujos fueron estimulados por las variaciones del TCR.

iii) Diferenciales entre tasas de interés

El enfoque oficial esperaba una fuerte tendencia a la reducción de los márgenes de intermediación financiera y a la igualación entre las tasas de interés interna y externa, en respuesta a la liberalización del sistema. No obstante, durante todo el período persistieron grandes diferencias entre las tasas de interés pasivas y activas del mercado financiero interno, y el nivel de ambas fue notablemente alto. Además, a pesar de los voluminosos ingresos de capitales registrados, en especial desde 1979, las tasas internas continuaron superando largamente a las internacionales, como lo muestra el cuadro 2.⁴

El impacto distributivo del diferencial de tasas de interés es ilustrado por el hecho de que, entre 1976 y 1982, el deudor interno promedio pagó intereses en exceso por sobre una tasa real "normal" de 8% anual, por el equivalente a 300% del préstamo inicial. Esto es, un prestatario que cada año pagase efectivamente el 8% al acreedor, renovase el principal y capitalizase los intereses en exceso del

(3) El incremento del déficit estuvo asociado también al alza de los pagos de intereses y al deterioro del precio del cobre. Respecto de este rubro, el menor ingreso fiscal en 1981, en comparación con el promedio de 1965-70, equivalió a 1,6% del PIB de 1981. El intenso deterioro del precio del cobre fue compensado, parcialmente, por la captación para Chile de la renta económica de los yacimientos de cobre, en virtud de la nacionalización de esta actividad en sucesivas etapas en 1966, 1969 y 1971.

(4) Una explicación recurrente es que la brecha de tasas obedecía a expectativas de devaluación. Sin embargo, aun en 1981 había prestatarios locales que se trasladaron desde deudas en pesos a deudas en moneda extranjera. En French-Davis (1999b, cap. V) y Harberger (1985) se examinan las causas del diferencial y del elevado nivel de la tasa de interés real en pesos. Esas causas fueron reforzadas por la restricción del redescuento efectuado por el Banco Central, comentada más arriba.

Cuadro 2
Chile: tasas de interés real interna y externa, 1975-82
(% anuales, expresadas en pesos)

Años	Interna (1)	Externa (2)	Diferencial (3)
1975 ^a	121,0	—	—
1976	51,2	-21,1	72,3
1977	39,4	0,2	39,2
1978	35,1	3,8	31,3
1979	16,9	-0,9	17,8
1980	12,2	-8,0	20,2
1981	38,8	12,4	26,4
1982	35,2	45,0	-9,8

Fuentes: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, INE, Cortázar y Marshall (1980) y Ffrench-Davis y Arellano (1981). En 1982 se utilizó el tipo de cambio preferencial para calcular la tasa de interés externa. La tasa interna se refiere al segmento predominante del mercado, de colocaciones a plazos de 30-89 días; la tasa de interés internacional es la pagada por créditos bancarios obtenidos a través del artículo 14, más el costo por concepto de los depósitos obligatorios y del margen de intermediación financiera, todo convertido a su equivalente en pesos constantes.

^a) Segundo semestre, después de la liberalización de las tasas de interés.

8%, tendría a fines de 1982 una deuda cuatro veces la inicial, en moneda de poder adquisitivo constante. En contraste, el deudor con el exterior, al momento anterior a la devaluación de 1982, tendría una deuda real 44% inferior a la contraída en 1976. Por lo tanto, después de una devaluación real masiva de 80%, habría terminado con una deuda sólo igual a la inicial (y equivalente a apenas una cuarta parte del pasivo del deudor de préstamos denominados en pesos). El cálculo, obviamente, es sensible al período que se tome como partida. Por ejemplo, los deudores “tardíos”, que tomaron créditos expresados en moneda extranjera recién en 1981, experimentaron una drástica pérdida, después de considerar las devaluaciones reales registradas en el resto de 1982.

Los diferenciales de tasas de interés tuvieron efectos sustanciales, tanto desde el punto de vista asignador como distributivo (Zahler, 1980). Pequeños y

medianos productores quedaron relegados mayoritariamente al segmento con tasas altas. En cambio, las entidades relacionadas con la administración de las instituciones financieras y los principales grupos económicos contaron con un acceso expedito al crédito externo, ya sea en forma directa o a través de la intermediación de los bancos nacionales. Con todo, las bajas tasas de ahorro e inversión del período revelan que hubo un entorno que otorgó más incentivos para las actividades financieras y especulativas que para las productivas (véase Mizala, 1992).

iv) Deterioro de la cartera y supervisión prudencial

El endeudamiento externo dio vida a un boom crediticio interno. La disponibilidad global de crédito se expandió mediante préstamos externos directos a sus usuarios a través de créditos externos intermediados por los bancos locales, y créditos de estos bancos en moneda nacional que se sustentaban en la liquidez generada por las operaciones de cambio.

La expansión crediticia se desarrolló en un ambiente de supervisión prudencial muy laxa. Los créditos relacionados fueron creciendo aceleradamente, muchos sin garantías o con garantías ficticias. Para eludir las normas vigentes se recurrió a créditos cruzados y a empresas de papel, así como a instituciones off shore. Frente a las elevadas tasas de interés, lo que hacían los bancos era renovar las deudas (muchas de ellas cada 30 días) y conceder nuevos créditos para el pago de los intereses; las colocaciones crecieron 38% real por año entre 1976 y 1981. La cartera vencida aparecía baja y las tasas de utilidades de los bancos altas. Muchos de los créditos estaban garantizados por acciones y propiedades inmobiliarias con precios inflados por el boom financiero de esos años y por la expectativa, errada, de que la economía chilena había logrado una llanura de crecimiento del orden de 8% anual.

Las provisiones eran escasas, tanto las globales como las individuales. En 1979 se redujeron las globales, desde 2% de las colocaciones a 0,75%, y se informó que se daría preeminencia a las individuales, sin que se implementarse lo segundo. Luego de la explosión de la crisis bancaria, en enero de 1983, recién se descubriría que a fines de 1982 el 19% de las colocaciones eran relacionadas y representaban el 249% del capital y reservas de toda la banca privada. La profunda debilidad del sistema financiero, resultante de las reformas con un estilo neoliberal, se evidenció en los años siguientes con un enorme costo fiscal (Held y Jiménez, 2000; Sanhueza, 1999).

Cabe reiterar que alrededor de 40% del crédito externo (artículo 14) a agentes privados en el mercado interno se operó directamente entre los deudores y los acreedores externos. Por lo tanto, ni la más estricta y eficiente supervisión

prudencial del sistema financiero local hubiera evitado plenamente un desequilibrio macroeconómico basado en un boom de oferta de fondos externos.⁵

c) *Absorción interna ineficiente y vulnerabilidad externa*

Las condiciones imperantes en la economía mundial y en el mercado interno, sostuvieron un proceso de creciente endeudamiento, que fue dando vida a una apreciación gradual del tipo de cambio y a una gran vulnerabilidad del sector externo de Chile. La expectativa de que la apreciación era sostenible hizo más atractivo el recurrir a préstamos externos. Como, en paralelo, los precios de activos bursátiles e inmobiliarios se elevaban vertiginosamente,⁶ se retroalimentó el ciclo, acelerando el ingreso de capitales. Ellos incrementaron la demanda agregada y permitieron la continuidad del proceso de apreciación y valorización de activos. De esta manera, la economía nacional se acomodó, crecientemente, a un flujo masivo de capital financiero y la demanda agregada se volvió persistentemente intensiva en importables (Ffrench-Davis y De Gregorio, 1987).

Por otra parte, la forma que adoptó la transferencia de fondos externos y los incentivos provistos por el modelo económico llevaron a que el endeudamiento externo fuese acompañado por tasas muy reducidas de inversión y, en particular, por un descenso del ahorro nacional (véase el cuadro 1).⁷ En efecto, la tasa de formación bruta de capital fijo apenas alcanzó un promedio de 18,7% del PIB en 1977-81, significativamente inferior al promedio de 21,2%, registrado en los sesenta.⁸ Una proporción creciente de los recursos se dirigió hacia el consumo de bienes importados, desplazando al gasto en transables nacionales y al ahorro nacional, cayendo éste de manera espectacular; el fenómeno se acentuó en 1981, al chocar la reactivación económica con la frontera productiva. La tasa de ahorro

(5) Véase un planteamiento convergente, sobre la debilidad de la supervisión prudencial en el lado de la oferta y el peso de los créditos no bancarios, en Valdés-Prieto (1992).

(6) Entre 1976 y 1980, el Índice General de Precios de Acciones creció del orden de 1000% real. Los precios de activos, por su parte, registraron su máximo real en 1981, con un precio que doblaba al de 1976 (Morandé, 1992).

(7) Una interpretación teórica del desplazamiento de ahorro interno por externo se basa en las expectativas sobre una tasa de crecimiento anual del PIB de 8% sostenible en el largo plazo, a pesar de las bajas tasas de inversión, gracias a un gran aumento de la productividad. De acuerdo a esto, en un ajuste intertemporal equilibrador, los agentes anticipan consumo futuro. Como estas expectativas eran erróneas, pues la capacidad productiva crecía lentamente (véase el cuadro 1), el ajuste fue desestabilizador véase Ffrench-Davis y Reisen, 1998).

(8) Cifras en moneda de 1986. Las autoridades reiteraban que el aumento de productividad registrado hacía innecesaria una inversión mayor. Sin embargo, nuestros cálculos muestran que la tasa de aumento del PIB efectivo de 6,5% en el quinquenio 1976-80 comprendía un crecimiento de sólo 2% anual de la frontera productiva y el resto correspondía a uso de capacidad subutilizada desde la profunda recesión de 1975 (Ffrench-Davis, 1999b, cap.I).

nacional cayó a 8% en 1981 y a 2% en 1982. Las tasas de interés internas excesivamente elevadas, el desmantelamiento de las actividades públicas de apoyo a la producción, la reducción de la inversión pública, la liberalización acelerada de las importaciones junto con atraso e inestabilidad en el tipo de cambio, todos convergieron para proveer un marco desestimulante para la inversión productiva.

Resultaba obvio que la dinámica impresa al sector externo era insostenible por largo tiempo, aun cuando no cambiase la situación externa. Sin embargo, el gobierno aducía que el proceso era de equilibrio pues los acreedores privados lo financiaban, y que sería autorregulable. Pronto la demanda por importaciones se saturaría, frenándose éstas espontáneamente. Se sostenía que, dados un superávit fiscal, una emisión menor que el valor de las reservas internacionales y el carácter “neutral” de la política monetaria era imposible que surgiera una crisis cambiaria. En contraste con esas opiniones, cuando empezaron a insinuarse los problemas financieros internacionales en 1981, el déficit en la cuenta corriente se empinaba a 14,5% del PIB.⁹ Era evidente la necesidad ineludible de reducir la magnitud del desequilibrio del sector externo y del atraso cambiario.

Las dificultades de Chile en 1982 para captar créditos externos coincidieron, entonces, con una situación interna en que la necesidad de fondos frescos era muy alta para pagar intereses y amortizaciones crecientes y para cubrir el déficit en cuenta corriente. Primero, dado que los créditos se contrataron con tasas de interés flexibles, el pago neto de intereses se multiplicó por cuatro entre 1978 y 1982 (a 7% del PIB), luego de contraerse los mercados internacionales. Segundo, la deuda de corto plazo se elevó desde un nivel “normal”, asociado a un volumen “sostenible” del comercio, duplicando su participación a 20% de la deuda total en 1982 (a 13% del PIB). Tercero, los compromisos de amortización de la deuda privada de mediano plazo crecían aceleradamente.

En suma, el Gobierno confiaba en el automatismo del patrón dólar en circunstancias que el aparato productivo estaba debilitado y sobreendeudado. Así resultó que los shocks externos de inicios de los ochenta (que, además de los financieros, incluyeron un deterioro de los términos de intercambio; véase el cuadro 3) encontraron a la economía chilena en una posición muy vulnerable y sus efectos fueron multiplicados en el mercado interno, llegándose a una baja del gasto agregado de 30% y del PIB de 17% en el bienio 1982-83.

En medio de esta crisis generalizada, queda frecuentemente en un segundo plano un análisis de políticas específicas como los controles a los flujos de capital usados en esta etapa. Es muy evidente que no fueron capaces de evitar la gestación de la crisis, pero esto, más que una deficiencia del instrumento en sí, fue una

(9) Estos valores, a precios corrientes, subestiman el peso de los déficits por la anormal apreciación del tipo de cambio en 1981. Véase una discusión sobre mediciones alternativas de este cociente en French-Davis (1999b, cap. V). Usando el tipo de cambio promedio de 1976-78, el cociente sube a 21% del PIB.

Cuadro 3
Crisis de la deuda en Chile, 1977-83

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
PIB ^a	8,3	7,8	7,1	7,7	6,7	-13,4	-3,5
Gasto agregado ^a	12,9	9,7	10,4	10,5	12,4	-23,8	-8,6
Gasto gobierno central ^a	8,8	-18,8	-7,4	-3,2	7,6	16,7	-4,0
Exportaciones ^a	12,0	11,8	14,2	14,5	-9,0	4,5	0,1
Importaciones ^a	32,4	18,1	23,9	20,7	13,3	-34,0	-17,7
Déficit en cuenta corriente ^b	3,7	5,2	5,4	7,1	14,5	9,2	5,4
Tipo de cambio real ^c	62,8	69,7	69,7	60,9	51,8	60,1	72,1
Términos de intercambio ^d	-0,3	-1,4	2,8	-1,4	-1,5	-0,6	1,0

Fuente: Basado en datos del Banco Central de Chile, Larraín (1991) y Ffrench-Davis (1999b).

^a Cifras oficiales en precios constantes de 1986, crecimiento anual. ^b Precios corrientes, porcentajes del PIB. ^c Índice, 1986=100. ^d Precios corrientes, porcentajes del PIB.

consecuencia de las condiciones de una economía pequeña que enfrentó una oferta de fondos gigantesca, con diferenciales entre tasas de interés interna y externa muy pronunciadas (de 20 a 30 puntos porcentuales), que hacían rentable toda forma de ingreso.

2. Regulación activa de las entradas de capital, 1990-95

Hacia fines de los años ochenta, las entradas de capital privado comenzaron a retornar a América Latina. Chile fue uno de los primeros países en atraer los nuevos flujos de capital extranjero, y uno de los que enfrentó la oferta más cuantiosa en relación con su tamaño pequeño. Tanto la gran magnitud de las nuevas entradas de capital como su composición, propensa a la volatilidad, han causado problemas macroeconómicos en los países receptores.¹⁰

Las políticas de Chile en la primera mitad de los años noventa representan un paso significativo hacia un mayor pragmatismo en el manejo macroeconómico. En síntesis, la respuesta de las políticas ante la oferta masiva de capital extranjero puede describirse como una tentativa de moderar las entradas de capital de corto

(10) Véanse Calvo, et al (1993); Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).

plazo y mantener a la vez la apertura hacia los flujos de largo plazo. En particular, se incrementó el costo de las entradas de corto plazo mediante el establecimiento de un encaje no remunerado. Se trata de un instrumento que opera a través del mercado, modificando costos relativos. Las autoridades recurrieron también a la intervención esterilizadora cambiaria y monetaria, para atenuar la apreciación del tipo de cambio real frente a los flujos que superaban la barrera del encaje y los efectos monetarios de las operaciones cambiarias. Con el conjunto de instrumentos, se buscó proteger una estrategia de desarrollo que privilegiaba la expansión y diversificación de las exportaciones.

Se logró amplio éxito en el sentido de que en 1991-94 el déficit en cuenta corriente fue moderado, la apreciación cambiaria fue menor que en la mayoría de los países de la región y el stock de pasivos externos de corto plazo fue de monto limitado. Con ello, cuando explotó la crisis cambiaria de México a fines de 1994, la economía chilena mostró gran inmunidad frente al contagio (cuadro 4). Chile había reducido significativamente su vulnerabilidad.

Cuadro 4
Crisis del tequila en Chile, 1991-95

	1991	1992	1993	1994	1995
PIB ^a	8,0	12,3	7,0	5,7	10,6
Gasto agregado ^a	6,2	15,0	10,8	5,5	16,2
Gasto gobierno central ^a	10,4	12,3	7,4	5,6	6,2
Exportaciones ^a	12,4	13,9	3,5	11,6	11,0
Importaciones ^a	7,0	21,8	14,2	10,1	25,0
Déficit en cuenta corriente ^b	0,3	2,3	5,6	3,0	2,0
Tipo de cambio real ^c	106,4	97,6	96,9	94,3	88,9
Términos de intercambio ^d	0,0	-0,4	-1,6	3,4	4,0

Fuente: Basado en datos del Banco Central de Chile, DIPRES (2000) y Ffrench-Davis (1999b).

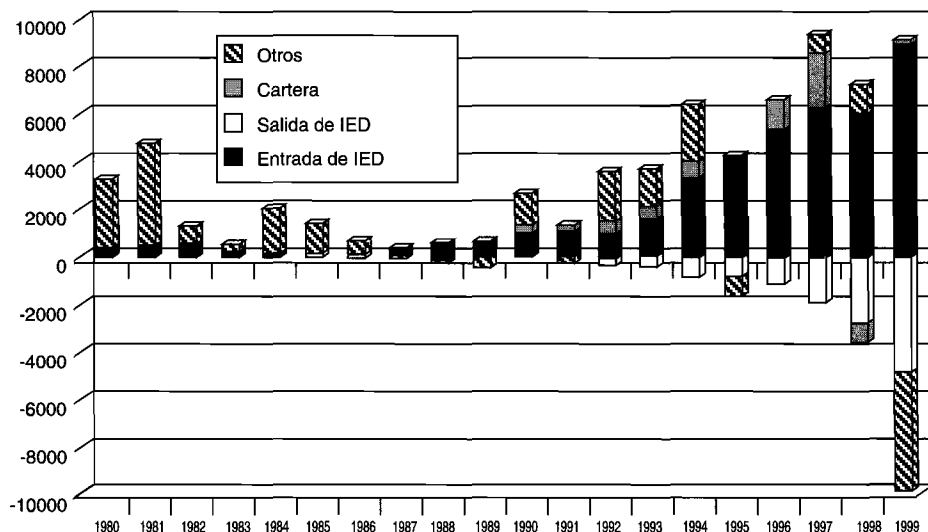
^a Cifras oficiales en precios constantes de 1986, crecimiento anual. ^b Precios corrientes, porcentajes del PIB. ^c Índice, 1986=100. ^d Precios corrientes, porcentajes del PIB.

a) Las entradas de capital en 1990-95

El retorno al régimen democrático en 1990 coincidió, aproximadamente, con el inicio del episodio de abundancia de capital extranjero hacia las economías emergentes. La adopción de un conjunto de políticas macroeconómicas activas se orientó a la regulación de los auges de inlfujos de capitales. Durante este período la capacidad productiva se expandió con vigor y la actividad económica estuvo cercana al pleno uso de su capacidad. Esto fue determinante para una elevada tasa de formación de capital, en un círculo virtuoso (véase Agosin, 1998; Ffrench-Davis y Reisen, 1998).

Recién en 1989 los flujos privados cobraron alguna importancia (véase el gráfico 2).¹¹ Desde entonces, la IED creció, representando una proporción ampliamente mayoritaria de las entradas de capital en los años noventa.

Gráfico 2
Chile: Composición de los flujos de capitales, 1980-99
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile

(11) Hubo importantes movimientos desde 1986 asociados a los programas de conversión de deuda que, sin embargo, no constituyeron ingresos efectivos de fondos sino sólo operaciones de títulos de deuda (véase Ffrench-Davis, 1999b, cap. VII).

Los créditos privados de corto plazo figuraron también en forma destacada en las rachas de capital de los noventa hacia América Latina. Para que se produzca la entrada de capitales por arbitraje de tasas de interés, la tasa interna tiene que sobrepasar la tasa internacional por un margen que sea más que suficiente para compensar la depreciación esperada del tipo de cambio y la prima por riesgo país. Estas condiciones prevalecieron en Chile desde comienzos de los años noventa. Por una parte, en 1992 y 1993 las tasas de interés internacionales en dólares llegaron a su nivel más bajo en treinta años, y, aunque se elevaron desde entonces, siguieron siendo muy inferiores a lo que eran en los años ochenta. Por otra, Chile es un país aún con escasez de capital productivo. Su stock es el de una economía de apenas US\$ 5.000 por habitante. Naturalmente esa escasez está asociada a una remuneración o precio mayor. Por ello, la tasa de interés de una economía emergente, también naturalmente, debe tender a ser superior a la de las economías ya desarrolladas.¹² La política monetaria, entonces, para que sea consistente con equilibrios macroeconómicos sostenibles, debe mantener tasas de interés reales superiores, en promedio, a las internacionales. Al diferencial “estructural” de tasas, se agregó un ajuste en marcha en 1990, que descansó unilateralmente en un alza sustancial de la tasa de interés por parte del Banco Central (véase Ffrench-Davis, 1999a, cap. VII).

Los otros requisitos para el arbitraje de tasas de interés también fueron favorables para las entradas de capital. Luego de acumular una gran depreciación real de 130% en los ochenta, el tipo de cambio comenzó a apreciarse paulatinamente en los noventa (gráfico 1). Asimismo, tal como en otros países de la región, hubo un descenso de la prima por riesgo país. La “manía” (à la Kindleberger) de los últimos años por los “mercados emergentes” de los inversionistas internacionales significó una reducción espectacular del riesgo país percibido.¹³ Las entradas privadas de corto plazo fueron muy importantes hasta 1992, luego de lo cual comenzaron a decaer como consecuencia de las políticas adoptadas por Chile para frenarlas.

Las entradas de cartera asumieron dos formas: las inversiones mediante fondos mutuos establecidos en los grandes mercados internacionales de capital y la emisión de American Depositary Receipts (ADR) por grandes empresas chilenas. La emisión primaria de ADR representa una oportunidad para expandir el capital de las empresas a un costo relativamente bajo, puesto que los costos en los mercados internacionales naturalmente tienden a ser menores que en el mercado financiero

(12) Esto es consistente con el enfoque teórico que sostiene que las mayores tasas de interés están asociadas a tasas de crecimiento del PIB más altas.

(13) Por ejemplo, de acuerdo al índice Euromoney el indicador de riesgo país mejoró para Chile desde 47,7 en 1990 a 72,9 en 1995.

de Chile. También existe lo que se conoce como la emisión “secundaria” de ADR mediante la compra por extranjeros de las acciones disponibles en el mercado chileno y su conversión ulterior en ADR (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esta operación constituye un cambio de propiedad de nacionales a extranjeros, sin efecto directo sobre el financiamiento de la empresa. El mercado accionario interno relativamente desarrollado de Chile, más el uso creciente de los ADR para colocar acciones en los mercados de valores estadounidenses hicieron que los títulos chilenos fueran bien recibidos por los inversionistas que buscaban vehículos financieros nuevos. Estos cambios de propiedad exponen a la economía a un grado adicional de incertidumbre y volatilidad, puesto que cuando cambia el ánimo de los inversionistas extranjeros ellos pueden revertir fácilmente la operación.¹⁴ Estos flujos han jugado un papel evidentemente desestabilizador: contribuyeron a inflar la bolsa en 1994 y en 1997, y la deprimieron en 1995 y 1998, operando en forma procíclica.

Mientras que los flujos privados aumentaron, la deuda pública externa disminuyó. Los nuevos créditos de las instituciones financieras internacionales se redujeron por parte del gobierno y hubo cuantiosos prepagos, en particular en 1995-96.

b) La respuesta de política macroeconómica y sus efectos

Las autoridades monetarias chilenas desplegaron una amplia gama de políticas para regular el ingreso de capital financiero en 1990-95. Por una parte, el Banco Central procuró desalentar las entradas de capital de corto plazo y líquidas, con la aplicación del encaje no remunerado; en cambio, mantuvo abierto el acceso para el capital de riesgo de la IED. Por otra parte, trató de moderar los impactos sobre la economía nacional de las oleadas de capital que superaban las barreras del encaje, interviniendo en el mercado cambiario a fin de impedir que la sobreoferta de divisas apreciase demasiado el TCR, y esterilizando los efectos monetarios de la rápida acumulación de reservas internacionales (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

(14) Se ha sostenido que los extranjeros que se tornan pesimistas respecto a un país venden sus ADR en el mercado de valores estadounidense, y que por lo tanto no habría impacto sobre los mercados de valores y cambiario nacionales. Sin embargo, este argumento desconoce el hecho que la emisión de ADR implica que los precios de los valores en los mercados nacionales y estadounidenses deben tender a la igualdad mediante el arbitraje. Esto es de hecho lo que ha ocurrido: los movimientos de los precios de las acciones de las empresas chilenas que han emitido ADR en las bolsas estadounidenses están muy correlacionados con los de la Bolsa de Santiago.

Otras tres políticas contribuyeron al éxito logrado en el manejo de la entrada de capitales. Primero, la política fiscal fue muy cautelosa. Los aumentos registrados en el gasto social se financiaron con nuevos tributos. Gracias a ello, Chile presentó un superávit significativo del sector público no financiero equivalente a 1 a 2% del PIB. La conducción prudente de la política fiscal, que incluye la observancia de las normas de un fondo de estabilización de los ingresos del cobre, facilitó la tarea de las autoridades monetarias en la regulación de los ingresos de capitales y contribuyó a impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio en la primera mitad del decenio. Sin embargo, recuérdese que la gran crisis de 1982 se produjo no obstante que Chile exhibía varios años de superávit fiscal. Lo mismo aconteció en el México de la crisis del tequila y en la Corea de la crisis asiática. En los tres casos el déficit externo se registró en el sector privado.

Segundo, como resultado de la crisis bancaria de 1982-83 se introdujeron regulaciones bancarias prudenciales que se fueron perfeccionando con los años. La autoridad resistió presiones para rebajar la supervisión de sectores que argumentaban que el sistema ya estaba maduro para autorregulación. De hecho, se intensificó la supervisión prudencial. Esto dificultó que la entrada de capitales desatara nuevamente un boom crediticio por parte de los bancos comerciales, lo que facilitó a su vez la tarea de mantener el déficit en cuenta corriente y el tipo de cambio dentro de límites sostenibles hasta 1995. No obstante, corresponde recordar que una parte significativa de los flujos opera al margen de los bancos locales. Es manifiesto que ello es más notorio en los noventa, con el desarrollo de los fondos de inversión de cartera y mercados de derivados. Sin embargo, responsabilidad fiscal y supervisión prudencial eficaz del sistema financiero son dos complementos muy importantes de la regulación de los flujos de capitales.

Tercero, las autoridades efectuaron un continuo seguimiento de la demanda agregada y su consistencia con la capacidad productiva. Esto evitó la acumulación de desequilibrios reales significativos. Por ejemplo, debido a un sobrecalentamiento en 1993, las autoridades habían conducido un ajuste contractivo de la demanda agregada. Cuando la crisis asiática comenzó, Chile se encontraba con una bajo déficit en cuenta corriente, grandes reservas internacionales y espacio para incrementar la actividad económica. Este contexto favorable no hubiera sido posible sin la regulación de los ingresos de capital, un manejo flexible del tipo de cambio y una política monetaria activa.¹⁵

(15) También hubo una dosis de "buena suerte" expresada en un shock positivo de términos de intercambio en 1995. Sin embargo, los factores fuertes son los de prudencia macroeconómica.

i) Políticas para manejar las entradas

Las políticas implementadas marcharon, en aspectos muy definitorios, contra la corriente en boga de liberalización de la cuenta de capitales. Las dos consideraciones principales de las políticas de regulación cambiaria y de las entradas de capital fueron sustentar el modelo de crecimiento basado en la expansión y diversificación de las exportaciones y, en una economía históricamente muy propensa a los ciclos (recuérdese que Chile sufrió las recesiones más profundas de América Latina en 1975 y en 1982), procurar alcanzar balances macroeconómicos sostenibles.

En un marco de oferta abundante de fondos externos las autoridades chilenas optaron por regular el mercado de divisas a fin de impedir desalineaciones significativas del TCR en relación con su tendencia de mediano plazo. Se buscó conseguir el predominio de los “fundamentos” de mediano plazo por sobre los factores de corto plazo que influyen en el tipo de cambio. En efecto, el horizonte naturalmente cortoplacista de los mercados financieros puede conducir a cotizaciones cambiarias inconsistentes con una perspectiva de mediano y largo plazo, afectando negativamente las decisiones del sector productivo (Ffrench-Davis, 1999a, cap. VI; Ffrench-Davis y Ocampo, 2000; Zahler, 1998).

En junio de 1991, en reacción a un entorno de creciente aumento de la oferta de fondos y un precio del cobre favorable, considerados como factores con un alto componente transitorio, se estableció un encaje no remunerado de 20% sobre los créditos externos (que cubre toda la gama de créditos externos, desde los asociados con la IED hasta los créditos comerciales). Estos fondos debían depositarse en el Banco Central por un mínimo de 90 días y un máximo de un año según el plazo de la operación. Al mismo tiempo, un impuesto al crédito interno, a una tasa anual de 1,2% sobre las operaciones de hasta un año plazo, pasó a aplicarse también a los préstamos externos. El encaje, la opción de pagar su costo financiero y el impuesto a los créditos externos tuvieron un costo marginal cero para los saldos de préstamos a más de un año, en tanto que los dos primeros eran especialmente onerosos para los flujos con vencimientos a muy corto plazo.

Como la entrada de capitales se hizo persistente, el sistema de encaje se volvió más estricto y se extendió a casi todas las transacciones financieras internacionales. En mayo de 1992 la tasa del encaje se elevó a 30% y su cobertura se expandió a los depósitos a plazo en moneda extranjera y, en julio de 1995, a las compras de acciones chilenas (“ADR secundarios”) por residentes en el extranjero.¹⁶

(16) No es difícil imponer un encaje a las inversiones de cartera de extranjeros. Si los fondos que van a destinarse a la inversión son depositados en un banco chileno, ahí quedan sujetos al encaje. En cuanto a los fondos que no utilizan un banco chileno como intermediario, el encaje puede imponerse al momento de registrarse el activo en nombre de un agente con domicilio en el exterior. Para poder ser convertidos en ADR, tienen que registrarse también en el Banco Central.

Se amplió a un año el período durante el que debía mantenerse el depósito, independientemente del plazo de vencimiento del préstamo. Con cierto rezago en la adopción de la medida, con el fin de eliminar un resquicio que permitía evadir el encaje por la vía de IED (la inversión en capital de riesgo estaba exenta), las autoridades pasaron a analizar las solicitudes de IED; el permiso para ingresar al país exento de encaje era denegado cuando se determinaba que la entrada venía disfrazando capital financiero. En tales casos, los inversionistas extranjeros debían registrar sus fondos en el Banco Central como inversiones financieras sujetas a encaje.

Por otra parte, desde 1991 se procuró facilitar la salida de capitales como una manera de aliviar las presiones a la apreciación cambiaria (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). En particular, en sucesivos incrementos se permitió que los fondos de pensiones chilenos invirtiesen en el exterior hasta 6% de sus activos totales en 1995,¹⁷ asimismo, con similar propósito pero también con el objetivo de desarrollo de las empresas chilenas, se concedió acceso expedito al mercado formal de divisas para residentes que desearan invertir en el exterior (cap. XII de normas cambiarias). Esta medida fue efectiva en estimular flujos considerables de IED y adquisiciones por empresas chilenas de firmas en países vecinos (Calderón y Griffith-Jones, 1995). Sin embargo, las tasas de rentabilidad de los activos financieros, mayores en Chile que en el exterior, y las expectativas de apreciación del peso desalentaron las inversiones financieras externas por parte de los fondos de pensiones y de los fondos mutuos creados entonces.

El efecto inmediato de liberalizar las salidas fue probablemente alentar nuevas entradas gracias a la mayor certidumbre que proporcionó a los eventuales inversionistas hacia Chile. Como lo han demostrado Williamson (1992) y Labán y Larraín (1997), el efecto resultante entonces puede ser el opuesto al deseado. El mercado aprovecha con fuerza las oportunidades para sacar divisas al exterior cuando las expectativas apreciatorias son reemplazadas por expectativas de depreciación, es decir, en el momento en que la economía está más vulnerable y propensa a los ataques especulativos. Por lo tanto, luego de esta progresiva liberalización de las salidas de capitales, el riesgo de una reversión de los flujos ahora no proviene sólo de las salidas repentinas del capital que “entró”, sino también de los recursos nacionales que buscan especular contra el peso. Este rasgo procíclico de los flujos hace especialmente peligroso el proceso de apertura a las inversiones nacionales en el exterior pues debilita el efecto de medidas como el encaje, como se comprobaría en 1998-99, cuando se cosecharon los costos de estas políticas (véase la sección 3).

(17) Se argumentó, además, que con ello se contribuiría a diversificar el riesgo y a elevar la rentabilidad del sistema privado de pensiones.

ii) *Política cambiaria*

La política cambiaria experimentó también un cambio substancial después de la crisis de 1982-83. A partir de 1984 las autoridades utilizaron una paridad móvil, con una banda reptante que se fue ampliando hasta llegar a $\pm 5\%$ en 1989. El tipo de cambio “oficial” se devaluó diariamente, según una estimación de la inflación neta. En varias ocasiones se agregaron devaluaciones nominales discretas, que sirvieron para lograr la notable depreciación real de 130% entre 1982 y 1988 (gráfico 1).

Entonces Chile estaba saliendo de una profunda crisis de la deuda acompañada de la notable depreciación. Se había llegado a máximos históricos del tipo de cambio observado (TCO) real y, en consecuencia, había espacio para cierta apreciación. Sin embargo, como Chile estaba pasando de una oferta restringida a una oferta superabundante de ahorro externo, las autoridades querían evitar un ajuste cambiario excesivo y demasiado rápido. Un aspecto específicamente problemático es que, a medida que las expectativas de los agentes extranjeros pasan del pesimismo al optimismo, tienden a definir rápidamente un nuevo stock de inversión deseada en el “mercado emergente”. Esto implica entradas excesivamente voluminosas durante un tiempo que, naturalmente, son transitorias y no permanentes (véase Zahler, 1998).

En enero de 1992, la banda de flotación del mercado cambiario formal fue ampliada a $\pm 10\%$. A continuación surgió una ola de expectativas revaloratorias, alimentadas por los ingresos de capitales. Estos flujos eran alentados por la certeza de que el Banco Central no intervendría dentro de la banda por las normas que él mismo había establecido.

Durante muchos meses había circulado en el Banco Central la proposición de iniciar, dentro de la banda, una flotación “sucía” o regulada; los proponentes de esta intervención intramarginal argumentaban que las normas vigentes, de banda pura, con un mercado cambiario informal crecientemente activo y un mercado formal más poroso, conducían a un TCO que se inclinaría hacia los extremos de la banda. La revaluación brusca de casi 10% del TCO entre enero y febrero de 1992 contribuyó a que el banco iniciase la flotación sucia en marzo. De hecho, el TCO fluctuó desde entonces en un rango de entre 1 y 8 puntos sobre el piso, esto es, habitualmente despegado del piso, con activas compras por el Banco pero también con ventas esporádicas.

La ampliación de la banda per se había creado la expectativa de que el Banco renunciaba a tratar de frenar las presiones revaloratorias y defender la estrategia exportadora, entregando al mercado, dominado por el segmento más

cortoplacista, la determinación de la tasa observada en un rango muy amplio. En cambio, con el establecimiento de la flotación regulada, el Banco Central volvía a tener una mayor capacidad de conducción, lo que le permitiría fortalecer las variables de largo plazo en la determinación del tipo de cambio que enfrentan los productores de rubros exportables e importables.

En los meses siguientes, las tasas de interés del mercado estadounidense continuaron descendiendo, poniendo presión sobre el Banco Central. Sin embargo, la economía chilena enfrentaba un auge notable, con una tasa de aumento del PIB firmemente situada en dos dígitos. En consecuencia, por razones de equilibrio macroeconómico el Banco Central quiso elevar en vez de reducir las tasas internas de interés. Para evitar un estímulo al arbitraje, como se dijo más arriba, decidió aumentar la tasa de encaje a los ingresos de capitales. Entonces, la efectividad del encaje y su uso flexible en esa ocasión permitieron hacer política monetaria y evitar la acumulación de un desequilibrio macroeconómico.

Por último, en julio del mismo año 1992, se reemplazó al dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas como nuevo tipo de cambio de referencia. Estas medidas tendieron a introducir mayor incertidumbre cambiaria a las operaciones en dólares en el corto plazo, con lo que se redujeron los incentivos para el arbitraje de tasas de interés, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de las monedas incluidas en la canasta (dólar, marco alemán y yen). En contraste, la sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. A diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran proporción en dólares, el intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente, y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

El desempeño efectivo del mercado indica, con fuerza, que las apreciaciones cambiarias que se registraron en el período fueron “equilibradoras”. Esto es, consistentes (i) con la desaparición de las causas de la crisis de los ochenta, lo que permitía eliminar la sobredevaluación requerida entonces, y (ii) con las mejoras netas de productividad de los transables chilenos. Una prueba revelada es el moderado déficit en cuenta corriente registrado en 1990-95, de sólo 2,5% del PIB.

iii) El fortalecimiento de la supervisión bancaria

La crisis bancaria de Chile en 1981-86, que siguió a la entrada masiva de capital extranjero a fines de los setenta dejó valiosas lecciones que fueron recogidas por la legislación chilena (véase Díaz-Alejandro, 1985; Held y Jiménez, 2000;

Reinstein y Rosende, 2000; Valdés-Prieto, 1992). Algunos de los elementos de supervisión prudencial adoptados desde entonces comprenden el monitoreo continuo de la calidad de los activos bancarios; límites estrictos a la concesión de préstamos por parte de los bancos a empresas relacionadas; la existencia de mecanismos automáticos de ajuste del capital bancario cuando el valor de mercado del capital cae por debajo de los límites exigidos por los reguladores; y facultades para congelar las operaciones bancarias, impedir que los bancos en problemas transfieran fondos a terceros, y restringir el pago de dividendos en las instituciones que no cumplen con las exigencias de suficiencia de capital. Los mercados financieros chilenos habían ido adquiriendo también una profundidad que les permitía la infusión ordenada de nuevos fondos así como su retiro, sin afectar significativamente la calidad de las carteras bancarias (Aninat y C. Larraín, 1996; C. Larraín, 1995).

No obstante, al margen de la calidad de la supervisión prudencial, desequilibrios macroeconómicos que lleven bruscamente a devaluaciones masivas y tasas de interés muy elevadas, a burbujas en la bolsa y otros similares, pueden deteriorar sorpresivamente las carteras bancarias. Equilibrios macroeconómicos sostenibles son un compañero esencial de una supervisión prudencial también sostenible.

c) Eficacia de las medidas macroestabilizadoras

La notoriedad internacional que alcanzó el uso del encaje en Chile,¹⁸ como un modelo de regulación macroeconómica prudencial, ha motivado muchos estudios que intentan medir su efectividad. Las pruebas que se han realizado han estado dirigidas a investigar cómo el encaje ha afectado la composición de los flujos, su volumen e impacto en el tipo de cambio, el espacio para hacer política monetaria y los efectos sobre la demanda agregada.

La evidencia es contundente en cuanto a que los controles de capitales aplicados en Chile han modificado la estructura de madurez de los capitales que ingresan al país, reduciendo la participación del componente de corto plazo (De Gregorio et al, 2000; Edwards, 1999a; Le Fort y Lehman, 2000; Schmidt-Hebbel et al, 1999). Esta conclusión resalta un rasgo muy positivo de este instrumento, pues la probabilidad de crisis y la gravedad de sus consecuencias aparecen

(18) En los principales círculos de discusión son frecuentes las alusiones a políticas “a la chilena” para enfrentar la inestabilidad de los flujos de capitales. Por ejemplo, personalidades tales como Crockett, Krugman, Rodrik y Summers. En especial, véanse Stiglitz (1998), entonces vicepresidente del Banco Mundial y Koehler (citado en El Diario, 30/03/00), recién designado director gerente del FMI.

estrechamente asociadas a una mayor liquidez de los pasivos externos.¹⁹

Sin embargo, ha existido controversia sobre los otros beneficios de las medidas, pues algunos estudios no encuentran efectos de estos instrumentos sobre el volumen total de las entradas de capital y, consiguientemente, en el tipo de cambio, pero sí se reconoce el efecto sobre la composición (De Gregorio et al, 2000; Edwards, 1999a; Valdés-Prieto y Soto, 1998). La implicancia de esto es que se habría producido una sustitución en los flujos. Parte de este fenómeno de compensación entre flujos de distinta madurez es esperable y deseable, en el sentido de que un país más estable (fruto del uso del encaje) se hace más preferido por inversionistas de largo plazo²⁰. De hecho, la IED ha representado una proporción ampliamente mayoritaria de las entradas en Chile, en tanto que en América Latina en la primera mitad de los noventa era sólo un cuarto. Pero, evidentemente, no se trata de los mismos recursos ni agentes. El agente de largo plazo tiene un comportamiento distinto, ligado a la inversión productiva, con consecuencias diferentes a las de flujos de corto plazo. Por una parte, la IED en creación de nueva capacidad contribuye a la formación de capital e involucra, también, un aumento de las importaciones, en particular de bienes de capital. Así, dado el monto de ingresos, el mercado cambiario experimenta un exceso de oferta menor que en el caso de entradas financieras. Por otra parte, se ha demostrado que para el caso de Chile la IED se ha comportado como una variable “permanente” y otros flujos como perturbaciones “transitorias” (Agosin y Ffrench-Davis, 2000; Le Fort y Lehmann, 2000). Puesto que la IED es mucho menos volátil que otras clases de entradas de capital, es valioso centrar las políticas de regulación macroeconómicas, como el encaje, en los flujos de corto plazo o volátiles.

Algunos observadores sostienen que la eficacia de las medidas para desalentar la entrada de capitales es sólo temporal, y que los operadores del sector privado hallan maneras de evadirlas (véase, por ejemplo, Valdés-Prieto y Soto, 1998). En principio, esto puede hacerse mediante varios mecanismos. Uno es la subfacturación de las importaciones o la sobrefacturación de las exportaciones. Otro es demorar el pago de las importaciones o acelerar los ingresos por concepto de exportaciones. Tercero, es posible ingresar fondos a través del mercado informal de divisas. Cuarto, existe también la posibilidad de registrar como IED los fondos de corto plazo; sin embargo, ésta sería una opción costosa, puesto que la ley chilena exige que la IED permanezca en el país por lo menos un año antes de

(19) Véanse por ejemplo Rodrik y Velasco (1999) y Tapia (2000).

(20) Cabe señalar que los préstamos asociados a la IED quedaron sujetos a encaje. Dado que el vencimiento promedio de estos préstamos era de unos siete años, la incidencia de la restricción fue escasa, pero se minimizó el riesgo de que créditos de corto plazo se disfrazasen como de largo plazo.

su repatriación. No obstante, se estaba convirtiendo en un resquicio importante que, como ya se ha señalado, las autoridades acordaron suprimir. Quinto, es posible que los agentes arreglen operaciones con respaldo cruzado en las que, por ejemplo, un agente paga las importaciones con un depósito bancario en Chile y no con divisas; al mismo tiempo, el exportador es pagado en divisas por un banco en su país.

Todas estas formas de evasión (y otras) son posibles, pero todas tienen su costo, y algunas pueden tener repercusiones costosas sobre las obligaciones tributarias de los evasores del encaje. Aunque cierto nivel de evasión es inevitable, no hay pruebas que sugieran que las medidas para desalentar las entradas de capital a corto plazo (y sus ajustes para cortar nuevas filtraciones) se hayan evadido a gran escala, como lo demuestran los depósitos de encaje constituidos efectivamente y la recaudación de la comisión equivalente por el Banco Central.

Los estudios más recientes tienden a confirmar que el encaje ha actuado también reduciendo el flujo total de ingresos y atenuando la apreciación cambiaria (Le Fort y Lehmann, 2000; Schmidt-Hebbel et al, 1999). Un análisis cualitativo, por su parte, refuerza la conclusión: Chile enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico y a su mayor estabilidad política. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente (como proporción del PIB o de las exportaciones) fueron en promedio menores que en los otros países de la región que han sido grandes receptores de capital extranjero (véase Ffrench-Davis, 1999a, cap. VIII.C).

En cuanto a si el encaje fue capaz de mantener un diferencial de tasas de interés entre las internas y las internacionales, para reservar un espacio para la política monetaria, hay consenso entre todos los estudios citados más arriba, reconociendo su utilidad. Esto fue de considerable importancia para el proceso de crecimiento sostenido observado durante casi toda la década, pues frecuentes miniajustes desde el Banco Central permitieron evitar maxiajustes, con lo cual se logró que la economía permaneciera persistentemente en o cerca de su frontera productiva. Con ello, la productividad efectiva coincidió con la potencial. La certidumbre resultante de la percepción de estabilidad real sostenible estimuló la formación de capital y el crecimiento de la capacidad productiva y del empleo (Agosin, 1998; Ffrench-Davis y Reisen, 1998).

La combinación de políticas empleada tiene costos financieros para la autoridad. La acumulación de grandes volúmenes de reservas de divisas impone un costo financiero a la autoridad, que también es un costo social para la economía, puesto que la rentabilidad de estos activos sobre el exterior es naturalmente infe-

rior a los pagos de intereses por los pasivos que el Banco Central emite para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas, generando grandes pérdidas para el Banco Central (estimadas en medio punto porcentual del PIB, anualmente). La evidencia, como vimos, muestra que los desincentivos a las entradas de capitales de corto plazo y líquidos tendieron a reducir estos costos y generaron importantes beneficios macroeconómicos. Indudablemente, un manejo aun más flexible y oportuno por la autoridad, de la intensidad y cobertura del encaje y otros mecanismos complementarios podrían haber moderado con más fuerza ese costo.²¹ Además, no debe ignorarse que la existencia de reservas netas elevadas ha constituido un factor estabilizador muy valioso en las situaciones críticas en las economías emergentes, como sucedió en Chile en el siguiente episodio.

3. Fortalezas internas y vulnerabilidad externa, 1996-97

En la sección previa hemos examinado cómo las políticas preventivas aplicadas en la primera mitad de los noventa fueron eficaces para lograr sus objetivos de sostenibilidad macroeconómica, en presencia de una oferta de capitales abundante. Es muy elocuente que en 1995, el año en que la crisis del tequila mostró su virulencia, con caídas del PIB en México y Argentina de 6,1% y 3%, respectivamente, en Chile la producción haya aumentado 10%, en una muestra de gran fortaleza externa²² (acompañada, cabe destacarlo, de la buena suerte con un shock positivo de términos de intercambio; véase el cuadro 4). Es paradójico que este desempeño positivo haya inducido, al menos parcialmente, a aceptar los desequilibrios de los años siguientes. En primer lugar, la confianza adquirida por los inversionistas externos en la solidez de Chile los sedujo para invertir masivamente en él, creando presiones adicionales sobre el tipo de cambio y poniendo a prueba la capacidad de absorción eficiente de la economía. En segundo término, a través del mundo se fortaleció la expectativa de que se había aprendido a manejar las crisis internacionales y que éstas no se repetirían con fuerza. Una muestra de esa postura fue la propuesta del FMI, en su reunión anual en Hong Kong en octubre de 1997, de que se modificaran sus estatutos para incorporar la liberalización de la cuenta de capitales de los países miembros. Las presiones de lobbies y de la fuerte moda de apertura financiera fueron enormes y encontraron

(21) Otra fuente real de compensación potencial de las pérdidas por el Banco es la banda cambiaria, que permite comprar a precios por debajo del centro y vender sobre el centro; ésa es una fuente de ganancias salvo que la banda y su centro se revalúen muy fuertemente.

(22) Sólo se registró un impacto negativo en el mercado bursátil. Véase Ffrench-Davis (1999a, cap. VIII.C).

intereses creados terreno fértil en un Chile en que muchos agentes se sentían inmunes a las crisis financieras. Tercero, algunas autoridades se dejaron influir por este ambiente de euforia, muy comprensiblemente, aceptando como sostenible la elevación del déficit externo y la apreciación más fuerte del tipo de cambio real.

Como resultado, Chile cedió a la presión del ambiente internacional y nacional dominante en este período. Con ello logró, efectivamente, reducir más rápido la inflación, pero pagó los costos de los desequilibrios que permitió en el intertanto.²³

Cabe destacar que, en general se mantuvieron las políticas contra la moda, pero hubo una gran falta de acción en la búsqueda de nuevas medidas ante la muy abundante oferta de capitales durante el período 1996-97. La combinación de políticas y la intensidad con que se aplicaron permanecieron invariables. Ello, evidentemente, fue debilitando los fundamentos de la economía chilena: con un creciente déficit en cuenta corriente, un tipo de cambio real apreciándose y una elevación de los pasivos externos. Por cierto, esto podría haberse contrarrestado, durante el auge, con un encaje más elevado y otras medidas complementarias. Sin embargo, se registró una marcada complacencia, mientras el nuevo auge colocaba a la economía en una posición de vulnerabilidad significativa ante shocks externos.

Durante 1998-99 se hicieron sentir con fuerza los efectos contagiosos de la crisis asiática que comenzó a fines de 1997. Chile sufrió un deterioro intenso de sus términos del intercambio, equivalente a 3% del PIB por año. En paralelo, las grandes entradas de capital de 1996-97 cedieron el paso a egresos por parte de nacionales y extranjeros y el tipo de cambio nominal comenzó a depreciarse. Esta “corrección” significó a Chile la interrupción del período de mayor éxito económico registrado en su historia (1991-98).

a) La nueva ola de capitales

Como se aprecia en el gráfico 2, la crisis del tequila provocó una disminución importante en el total de los flujos netos dirigidos a Chile. Esto es explicado predominantemente por el comportamiento de los flujos de cartera, que desaparecieron del todo tanto en Chile como en el resto de América Latina. A pesar del egreso de los flujos más volátiles, fue muy sobresaliente la confianza de los inversionistas de largo plazo reflejada en un incremento de la IED.

(23) Una proporción abrumadora de los operadores empujaba en la dirección de mayor apertura y sostenía que déficits mayores eran sostenibles. La mayor parte de ellos, luego de la crisis le asigna la culpa del ajuste al gasto fiscal. Esto no tiene pleno respaldo empírico ni analítico, como se discute en la sección 3.c.

Los flujos de capital retornaron muy pronto a la región luego de la crisis del tequila. Los flujos netos de capitales a América Latina pasaron rápidamente de 30 mil millones de dólares en 1995 a 80 mil millones en 1997. De ellos, una proporción mayor que en los años previos fue canalizada hacia Chile. La imagen de “país exitoso y sólido” atrajo en masa a los inversionistas extranjeros. En 1997, las entradas netas se dispararon a más de 10% del PIB.

Detrás del gran auge de capital extranjero en 1996-97 hubo algunos cambios en la composición respecto de los años anteriores. Por una parte, la IED se mantuvo en niveles altos. Sin embargo, también hubo un incremento cuantioso de los flujos de cartera, a pesar de que estaban afectos al encaje. Finalmente, el progresivo incremento de la inversión al exterior registrada desde comienzos de la década alcanzó niveles considerables; parte de estas inversiones se financió crecientemente con endeudamiento externo. En cambio, los inversionistas institucionales principales, los fondos de pensiones nacionales, a mediados de 1997 sólo tenían colocado en el exterior poco más de medio por ciento de sus fondos.

En 1998 hubo, por tercera vez en 16 años, una drástica reversión generalizada de los flujos financieros hacia América Latina que, en efecto, se tornaron negativos. Un rasgo beneficioso en esta crisis de los noventa es que, a diferencia de lo que ocurrió en 1982, cuando la mayor parte de los créditos eran bancarios, y con tasas flexibles, ahora el grueso de los recursos captados por Chile correspondían a IED, un componente más “amigable” en períodos de crisis, y que se mantuvo elevado en Chile. El comportamiento de la IED, además, tiende a ser contracíclico al producirse una reducción en las utilidades remesables al exterior. De hecho, las utilidades remesadas de la IED cayeron de US\$ 1.900 millones en 1997 a US\$ 1.100 millones en 1999.

Por otra parte, se intensificó más aun “la inversión hacia el exterior”. Como era de esperar, ante las expectativas de devaluación que surgieron a fines de 1997, hubo salidas masivas de fondos por los canales abiertos. Por ejemplo, los egresos de los fondos de pensiones se elevaron notoriamente desde fines de 1997, cuando las expectativas pasaron desde apreciación a depreciación. En efecto, las salidas de los fondos de pensiones, entre enero de 1998 y junio de 1999, se encumbraron al equivalente de 4,8% del PIB de 1998 y a 12% de los fondos.²⁴ Es evidente que la caída de 10% de la demanda agregada y la recesión que ésta generó estuvieron parcialmente relacionadas con la contracción monetaria causada por las presiones devaluatorias adicionales producidas por estas salidas.

(24) Una liberalización financiera apresurada corre el riesgo de dejar demasiadas puertas abiertas a las salidas, las que suelen ser masivas en caso de nerviosismo en el mercado y de cambios hacia expectativas de depreciación, como lo advertimos en su oportunidad (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esto suele hacer más difícil el logro de la estabilidad cambiaria y macroeconómica y más dolorosas las crisis financieras internacionales, como le sucedió a Chile en 1998-99: las AFP y los inversionistas del cap. XII fueron los principales responsables de la pérdida de reservas en el bienio. Curiosamente, un antecedente tan significativo casi no ha sido comentado por los analistas.

b) *Las políticas después del éxito de 1995*

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, el conjunto de políticas disponibles para la autoridad se mantuvo relativamente inalterado, dentro de las cuales se incluye un manejo fiscal responsable y superavitario. No obstante, es posible apreciar que el uso de tales herramientas tuvo rasgos fuertes diferentes a las del lustro precedente y, por tanto, constituyó una variedad de política económica distinta a la anterior. En particular, hubo una pasividad pronunciada al tiempo que se generaban los desequilibrios que pusieron a Chile en una zona de vulnerabilidad cuyo elevado riesgo fue subestimado. Una clara muestra de esto es la elevación de la meta de déficit en cuenta corriente considerado como “sostenible” de 3,5 a 5% del PIB. Esto contrasta con el activo manejo del anterior auge de capital de 1991-94. Esta realidad resalta que la defensa de los equilibrios macroeconómicos requiere de un enfoque altamente pragmático y notable prudencia frente a los episodios de euforia financiera.

Tal como en los episodios anteriores, el ciclo se cerró con una crisis externa. Esta vez, el shock vino de Asia y fue muy intenso, pero la amplitud de sus repercusiones está relacionada íntimamente con el estado de exposición en que se encontraba la economía chilena, que discutiremos a continuación.

i) *Políticas de regulación de capitales*

Un examen de las políticas focalizadas en la regulación del ingreso de capitales no sugiere cambios significativos, a pesar de las fuertes presiones a favor de la liberalización completa de la cuenta de capitales. La resistencia ante tales presiones, en un contexto de euforia financiera, merece un claro reconocimiento. En efecto, se mantuvo el encaje en su nivel de 30% y el plazo de un año durante gran parte del período, registrándose sólo ajustes menores.²⁵ Sin embargo, hubo una alteración radical en el modo en que se afrontó el problema. Hemos analizado en la sección anterior (y se datalla en Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995) que las autoridades hicieron esfuerzos explícitos, en la primera mitad de los noventa, para abordar la estabilidad de los precios macroeconómicos claves y no generar vulnerabilidad ante posibles shocks externos, limitando el crecimiento

(25) En junio de 1996 se eliminó la posibilidad de renovar un crédito comercial más de una vez en el año como una forma de cerrar un vacío que permitía su elusión. También se determinó, en diciembre de 1996, un monto umbral (US\$ 200.000) bajo el cual las transacciones de corto plazo no debían cumplir con el encaje, como una forma de disminuir los costos de operación del instrumento. Esta exención se transformó en una fuente de evasión, por lo cual el umbral se bajó (a US\$ 100.000) en marzo de 1997.

del déficit en cuenta corriente y frenando la revaluación cambiaria. Para ello hubo un permanente monitoreo de lo que estaba pasando con las cuentas externas y el tipo de cambio, y mucha disponibilidad para actuar calibrando las medidas, ampliando su cobertura y evaluando sus efectos. Los diversos instrumentos utilizados no fueron fines en sí mismos sino sólo medios para lograr los objetivos citados.

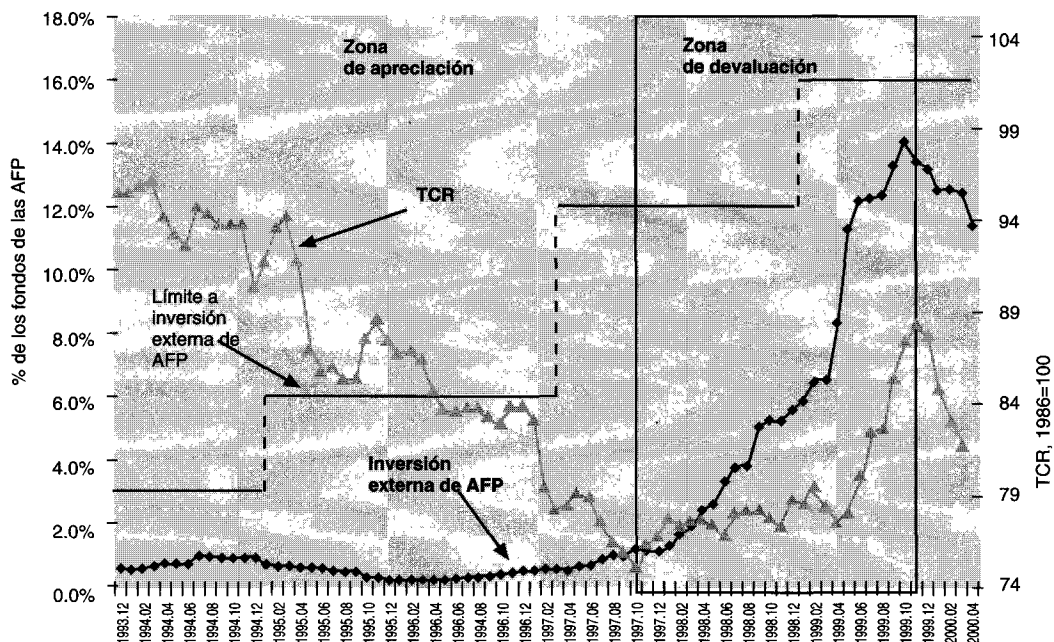
El enfoque pos-tequila fue distinto. La fortaleza mostrada por Chile ante la crisis del tequila dio a muchos una señal de invulnerabilidad. La percepción de que Chile era un país sólido y distinto al resto de los de América Latina, incluso hizo dudar de los instrumentos utilizados, siendo calificados por muchos analistas como ineficientes o innecesarios para un país moderno. El resultado fue una actitud complaciente que, producto de la cuantiosa nueva llegada de capitales, no impidió que se gestaran evidentes desequilibrios en 1996-97, sin tomar medidas para solucionarlos cuando era posible hacerlo: en tiempos de auge. Al contrario, primó la idea de “modernizar” la gestión de la cuenta de capitales, así como la tentación de aprovechar la apreciación cambiaria en la lucha contra la inflación, tal como se hizo dos décadas atrás.

Como parte de este enfoque de transitar en la integración financiera se fueron ampliando las facilidades para la inversión de capitales chilenos en el exterior. El porcentaje autorizado de inversión en el extranjero para los fondos de pensiones se elevó desde 6% en 1995 a 12% en abril de 1997²⁶ y se le abrieron nuevas alternativas. Entonces, en vez de desalentar la entrada se estimuló la salida. Se planteaba que con ello se diversificaba el riesgo. Obviamente, en medio de las expectativas hiperoptimistas sobre la economía nacional y las oportunidades de ganancias que ofrecía el mercado de Chile en 1996-97, las salidas de fondos fueron escasas pues, como se ha dicho, éstas esperaban por expectativas de depreciación (véase el gráfico 3). En cuanto al riesgo, hubo diversificación de los fondos, pero es evidente que fue hacia un mayor riesgo para el conjunto de la economía, como quedó de manifiesto en 1998-99.

Sin embargo, es necesario destacar que el Banco Central no dismanteló las medidas existentes previamente. El gobierno, por su parte (y apoyado por el Banco Central), defendió con fuerza la presencia del encaje en las negociaciones del tratado de libre comercio con Canadá.

(26) En enero de 1999 este margen se elevó a 16%.

Gráfico 3
Chile: Inversión externa de las AFP y
tipo de cambio real, 1994-2000



Fuente: Banco Central y Superintendencia de AFP.

Cuando la crisis de Asia comenzó a sentirse con fuerza, su impacto en el campo financiero redujo los influjos de cartera y de corto plazo. Para enfrentar esta fase del ciclo, con una oferta de fondos deprimida, el encaje fue reducido a 10% en junio 1998 y a cero en septiembre de ese año. Sin embargo, las autoridades manifestaron que aquello fue sólo una calibración del instrumento y que sigue vigente para su aplicación ante una nueva ola de fondos externos (Massad, 2000).

ii) Política cambiaria

El escenario de abundancia de flujos de capitales, luego de 1995, tuvo al tipo de cambio casi pegado al piso de la banda hasta fines de 1997. Dada la existencia de expectativas abrumadoras a favor de la apreciación, después de que

el shock tequila parecía haber quedado atrás, el gran diferencial entre las tasas de rentabilidad esperada entre el peso y el dólar (junto con buenas perspectivas para las grandes empresas chilenas) brindó a los inversionistas extranjeros de cartera y de corto plazo una oportunidad potencialmente muy lucrativa, de refugiarse en el peso, a pesar del encaje que pagaban por ingresar a los mercados financieros nacionales.

Pese a su adhesión formal a una banda móvil en 1996-97, el Banco Central estaba, en los hechos, aceptando una flexibilidad cambiaria hacia la apreciación. En este sentido, el banco se movió gradualmente hacia una de las dos soluciones de esquina crecientemente de moda: la flexibilidad cambiaria plena. Por ejemplo, a fin de reducir el piso de la banda (más allá de una ampliación formal de la banda a $\pm 12,5\%$ a comienzos de 1997), las autoridades hicieron ajustes contradictorios de las ponderaciones asignadas a cada moneda, provocando que la vinculación con una canasta de monedas perdiera credibilidad.²⁷ Asimismo, hubo una sobrestimación de la inflación externa usada para determinar el tipo de cambio acuerdo, lo que generó una revaluación adicional considerable, de 10% entre 1995 y 1997. Además, en noviembre de 1995 se había establecido 2% de apreciación anual del tipo de cambio acuerdo, sobre la base del supuesto de mayor crecimiento de la productividad en Chile en relación con sus principales socios comerciales. No obstante la apreciación real, el Banco Central estaba acumulando grandes cantidades de reservas internacionales.

Hacia fines de 1997, cuando la crisis asiática comenzó a hacerse sentir y las expectativas de apreciación cambiaron a expectativas de depreciación, el Banco Central operó de manera asimétrica. Ahora frenó fuertemente las presiones al alza del tipo de cambio por la vía de la venta masiva de divisas, impidiendo una corrección de su valor. Se argumentó que en una economía cerca de la frontera productiva y con un déficit externo elevado, aceptar una devaluación fuerte tendría un impacto inflacionario sustancial. A nuestro juicio, volvió a priorizarse un objetivo antiinflacionario ambicioso. A mediados de 1998 se redujo drásticamente la amplitud de la banda en los momentos de mayor incertidumbre, en compañía de una intensificación de un ajuste liderado por alzas en la tasa de interés de instancia del Banco a 14,5% real; todo ello se hizo para dar la señal de que el Banco Central no cedería a las presiones devaluatorias del mercado. Sólo posteriormente, luego de ampliar la banda a fines de ese año, en septiembre de 1999 se suspendió el

(27) En noviembre de 1994 la ponderación del dólar estadounidense se redujo de 50% a 45%, lo que reflejaba la incidencia declinante de esa moneda en el comercio chileno. En contraste, en enero de 1997 se elevó arbitrariamente a 80%. Para un análisis comparativo de las bandas en Chile, Israel y México, véase Helpman et al (1994). Para un análisis de Chile, Colombia e Israel, véase Williamson (1996).

compromiso de la banda como un modo de facilitar el ajuste del tipo de cambio, ahora en un contexto de gasto interno muy deprimido (véase el cuadro 5).

Cuadro 5
Crisis asiática en Chile, 1996-99

	1996	1997	1998	1999
PIB ^a	7,4	7,4	3,9	-1,1
Gasto agregado ^a	7,9	9,1	3,9	-10,0
Gasto gobierno central ^a	9,6	6,1	6,3	5,7
Exportaciones ^a	11,8	9,4	5,9	6,9
Importaciones ^a	11,8	12,9	5,4	-14,3
Déficit en cuenta corriente ^b	5,8	5,7	6,2	0,2
Tipo de cambio real ^c	84,7	78,2	78,0	82,4
Términos de intercambio ^d	-3,5	0,6	-3,0	0,2

Fuente: Basado en datos del Banco Central de Chile, DIPRES (2000) y Ffrench-Davis (1999b).

^a Cifras oficiales en precios constantes de 1986, crecimiento anual. ^b Precios corrientes, porcentajes del PIB. ^c Índice, 1986=100. ^d Precios corrientes, porcentajes del PIB.

c) Las consecuencias recesivas de un paso riesgoso

Las políticas macroeconómicas desplegadas en 1996-97 involucraron una fuerte elevación del déficit en cuenta corriente y un atraso cambiario excesivo. Ello sucedió en un ambiente exitista, donde en la mayoría de los agentes predominó una sensación de invulnerabilidad que pareció ignorar que en un mundo tan volátil como el actual, nunca desaparece el peligro de una crisis financiera de origen externo.

Por una parte, la economía chilena recibió cuantiosos recursos por concepto de IED, llegando a niveles sin precedentes (6,8% del PIB en 1996-97). Hemos enfatizado que las señales de solvencia y estabilidad que Chile había exhibido en medio de la crisis del tequila, sin duda contribuyeron a atraer esta clase de fondos, cuya oferta, además, había experimentado un desplazamiento positivo muy significativo para las economías emergentes. Por otra, los flujos de cartera crecieron

inusitadamente, pagando el costo correspondiente del encaje. La evidencia indica que la comisión de ingreso se consideró barata frente a parámetros económicos muy positivos²⁸ y una fuerte probabilidad de una mayor apreciación del tipo de cambio real (véase Herrera y Valdés, 1997), a su vez, producto de la gran oferta de capital externo recibida por Chile, en un clásico problema de desequilibrio creador de burbujas en el mercado cambiario y en la demanda agregada.

Con los instrumentos aplicados, el Banco Central no logró frenar una notoria apreciación real del peso, que en octubre de 1997 era de 16% respecto del promedio de 1995 (véase el gráfico 1), pese a fuertes compras de divisas. Esta apreciación y la generación de liquidez por los influjos, a su vez, estimuló fuertemente la demanda agregada sesgada a favor de transables y contribuyó a ampliar el déficit en cuenta corriente (que llegó al 5,7% del PIB en 1996-97). Había indicios claros de que se habían desalineado los macroprecios claves y que era necesario fortalecer los instrumentos para enfrentar flujos financieros excesivamente abundantes; pero el Banco Central no mostró en ese campo suficiente compromiso con la defensa de un tipo de cambio competitivo para la economía nacional y de equilibrio externo (o se consideró incapaz de cumplirlo),²⁹ y privilegió el objetivo de control inflacionario, que era facilitado por la apreciación cambiaria.

En tal coyuntura, lo aconsejable era un ajuste reductor de la demanda agregada con énfasis en la disminución del desequilibrio externo. Dado que la expansión de la oferta externa de capitales actuaba como factor generador de este desequilibrio, era necesario actuar con medidas dirigidas a encarecer el crédito externo y elevar el tipo de cambio, y no sólo con una política monetaria contractiva, con efectos sobre el costo del crédito interno (i.e. la tasa de interés). De este modo, el mantenimiento del encaje con una tasa y cobertura invariables y/o el hecho de no complementarlo con otras medidas se tornó insuficiente frente a la nueva afluencia masiva de capitales en 1996-97. Un fortalecimiento de este tipo de medidas era altamente recomendable en esa coyuntura, pues hubiera sido funcional al objetivo triple de controlar el aumento de pasivos externos, suavizar la apreciación cambiaria y moderar el aumento del gasto agregado.³⁰

Un punto controvertido es cuál fue la responsabilidad fiscal en el exceso de demanda agregada de 1996-97. En ese período, es efectivo que se registró un

(28) Hubo, nuevamente, una reducción del riesgo país. El índice de Euromoney, por ejemplo, mejora desde 72,9 en 1995 a 79,0 en 1997.

(29) Véanse, por ejemplo, las declaraciones del presidente del Banco Central en *Estrategia* (16/10/97).

(30) Véase el planteamiento concordante en este punto, de Le Fort y Lehmann (2000, página 33), Director Internacional del Banco Central el primer autor.

gasto fiscal expansivo, como puede observarse en el cuadro 5, con el gasto fiscal creciendo por sobre el PIB (7,9% comparado con 7,4%). Sin embargo, hay varios calificativos que retoran la atención al centro y no a la periferia del origen del problema. Primero, el gasto fiscal con efecto macroeconómico representa sólo 20% de la economía y, por lo tanto, el principal impulso detrás del 8,5% de crecimiento de la demanda agregada en el período está en el sector privado: éste abarcó al rededor de 90% del alza. De este modo, una contribución fiscal para moderar el gasto global hubiera sido evidentemente insuficiente. Segundo, los principales componentes para explicar el crecimiento del gasto fueron educación, justicia e infraestructura: todos, campos donde hubo grandes y altamente demandadas transformaciones, con un consenso político sobre un mayor incremento en sus presupuestos. Tercero, el presupuesto fiscal mostraba un superávit y, consecuentemente, no era la fuente del desequilibrio. Incluso el gobierno habría frenado su acceso a créditos del Banco Mundial y del BID y había prepagado deuda. Cuarto, la cifra de superávit fiscal no incluía los recursos que se estaban acumulando en el Fondo de Compensación del Cobre. Por lo tanto, el superávit efectivo era mayor.

Con todo, aquí, una vez más, los desequilibrios eran de origen externo y predominantemente privados. La responsabilidad del gobierno estuvo en la falta de mayores esfuerzos para reforzar la coordinación con el Banco Central.³¹ Estos problemas, relacionados con la autonomía del Central, fueron temas tabú, lo que pasa por alto que no existe una forma única de autonomía en el mundo. De hecho, existen muchas variantes alternativas.

Como consecuencia de la falta de medidas oportunas y suficientemente fuertes, la crisis asiática encontró a Chile con un cuadro de vulnerabilidad inédito en la década. Sobre éste recayó el fuerte shock comercial que sufrió Chile. No obstante, la evidencia indica que de no haberse mantenido el encaje, las entradas de cartera habrían sido mucho mayores, el flujo total más considerable y la apreciación cambiaria más pronunciada (Schmidt-Hebbel et al, 1999; Le Fort y Lehmann, 2000).

La economía sufrió, entonces, la contraparte de las grandes entradas financieras y las ventanillas de salidas que se habían abierto: las salidas de capital financiero se iniciaron a fines de 1997 y se aceleraron en 1998-99, con una

(31) La falta de coordinación entre el gobierno y el Banco Central fue evidente. Las autoridades del Banco Central no mostraron preocupación por los desequilibrios en el sector externo; véase, por ejemplo, la nota de pie de página 29. En cambio, el gobierno consideraba necesario el fortalecimiento del encaje para frenar la apreciación cambiaria. Véase, por ejemplo, las declaraciones del Ministro de Economía en *Estrategia* (26/09/97).

depreciación del tipo de cambio nominal, en un proceso de corrección de la desalineación de ese precio macroeconómico.³² En este proceso, esta vez hubo un agravante: las salidas no sólo se componían de fondos que antes habían ingresado, sino que hubo elevados recursos nacionales, provenientes de las AFP, que se sumaron a los egresos, acentuando las presiones devaluatorias (véase el gráfico 3). Para ello, se utilizaron, en un período de escasez de divisas los mismos canales abiertos progresivamente a través de la década, bajo los argumentos de moderar la “abundancia” de divisas de los períodos de “auge” y diversificar el riesgo. Como se examinó en la sección 2, este objetivo se logró, pero sí fueron causantes de pérdidas de reservas durante la crisis con su correspondiente contracción monetaria, y de una intensificación del ajuste recesivo en 1998-99.

Gracias a la gestión activa de las entradas en la primera mitad de los años noventa y a la subsistencia de regulaciones en los años siguientes y gradualidad en la apertura, el déficit acumulado en cuenta corriente en todo el decenio fue moderado, con un stock de las obligaciones externas relativamente bajo y la participación de los fondos volátiles fue exigua; sólo 2 años, 1996 y 1997, de desequilibrio externo. Lo anterior, sumado a reservas internacionales considerables, permitió que Chile enfrentara en mejor pie, que en las crisis anteriores, las duras condiciones del fuerte shock comercial y financiero provocado por la recesión en Asia. Cabe hacer notar que, en parte recogiendo los frutos de la estrictez de la Superintendencia, el sistema financiero interno no empeoró radicalmente su condición: la cartera vencida como porcentaje de las colocaciones totales aumentó de 0,97% en diciembre de 1997 a un 1,8% en su peor momento en abril de 1999, lo que es comparable al nivel exhibido en 1992, un año sin crisis (SBIF, 2000). Ello es notable en un contexto de caída de 10% de la demanda agregada.

No obstante, el costo social y económico fue significativo, con una pérdida de producción en 1999 de unos US\$ 7 mil millones, que representa una brecha de aproximadamente 10% entre el PIB efectivo y la frontera productiva en ese año. Como consecuencia de la brecha y del alza de tasas de interés, la inversión fija cayó 17%, entabando el retorno a tasas medias de crecimiento del PIB potencial de 7% en los años siguientes. Por su parte, el desempleo superó el 10% de la fuerza de trabajo, con lo que se vieron perjudicados los avances en la disminución de la pobreza y de la desigualdad observados desde 1990 (véase Ffrench-Davis, 1999b, capítulo VIII).

(32) En noviembre de 1999 el tipo de cambio real alcanzó el peak de ese año. Hasta entonces, toda la depreciación había sido un movimiento hacia el equilibrio sostenible, pues únicamente corrigió el desequilibrio de 1996-97. En efecto, el tipo de cambio real sólo recuperó el nivel promedio de 1995. Este valor ha tendido a prevalecer en el segundo semestre del 2000, luego de fuertes altibajos durante el primer semestre.

4. Reflexiones finales

La rica experiencia de políticas chilenas, en un contexto de abundancia de capitales externos entrega luz sobre los principios y algunos instrumentos específicos que permiten aprovechar los beneficios y minimizar los costos de la globalización financiera. Hay que estar conscientes de que, no obstante los grados de libertad que extingue la globalización, existen aún espacios para defender los objetivos de cada país. En este sentido, al ser víctima de una crisis financiera con origen externo, nunca se es del todo inocente. Disponemos de sólida evidencia de que acentuados desequilibrios en la cotización del tipo de cambio, elevados déficit en cuenta corriente, así como una proporción excesiva de fondos de corto plazo o líquidos, convierten a un país pequeño y abierto en fácil presa de una crisis. La tarea, entonces, es combatir el deterioro de estos parámetros.

La política cambiaria ha demostrado ser uno de los elementos claves en el desarrollo de las crisis recientes en Chile. La congelación del tipo de cambio como parte de una política de estabilización de precios a fines de los setenta, y su mantención por 3 años, significó un desequilibrio muy considerable en el precio real del dólar, sobre la base de un ingreso de capitales insostenible que estimuló y financió un alto déficit en cuenta corriente hasta 1981. La corrección era previsible y, cuando se produjo, los resultados económicos y sociales fueron muy negativos: la caída de 17% del PIB y el alza del desempleo a 30%. En los noventa se intentó prevenir una situación como ésta. Para ello, el uso de un sistema de tipo de cambio administrado, con una banda reptante, redujo la volatilidad cambiaria al tiempo que moderó una apreciación a niveles consistentes con las mejoras de productividad hasta mediados del decenio. Se favoreció, de esta manera, la meta de resguardar un tipo de cambio consistente con el modelo exportador por sobre el objetivo de una reducción más rápida de la inflación. El enfoque fue exitoso,³³ pero esto tendió a cambiar luego de la crisis del tequila, cuando el Banco Central no impidió la gran apreciación registrada, y se apoyó en ella para lograr metas antiinflacionarias más ambiciosas, no obstante el crecido nivel del déficit en la cuenta corriente y el exceso de demanda agregada, repitiendo riesgosos errores del pasado.

Un hecho curioso en el caso chileno es la existencia de ciertas herramientas para regular la afluencia de capitales en los tres períodos de auge financiero

(33) El desempeño económico en ese período, incluyendo un dinámico desarrollo exportador y una reducción gradual pero importante de la inflación fue muy positivo. Una frase de Sebastián Edwards resume bien este punto al señalar que, "dado el relativo éxito del sistema de bandas chileno, es sorprendente que más países no hayan adoptado este tipo de régimen" (Edwards, 1999b, pág. 37).

recogidos en este artículo. En particular, la presencia de un encaje no remunerado sobre las entradas de corto plazo. La principal lección es que un instrumento que altera los precios relativos de mercado, como es el encaje, no se puede mantener inmutable ante cambios en la intensidad de la oferta de fondos externos. Una política de equilibrios macroeconómicos sostenibles no debe descansar sólo en un instrumento, por bueno que éste sea. Es indudable que el encaje del primer período fue inefectivo en salvar a la economía de la crisis de la deuda, en tanto que en 1996-97 su impacto fue insuficiente con relación al contagio de la crisis asiática. Sin embargo, cabe preguntarse qué habría ocurrido si no se hubiera aplicado en esas coyunturas. La evidencia empírica, en particular para el tercer caso, indica que los desequilibrios habrían sido aun mayores. La efectividad de esta clase de instrumentos depende, por una parte, de su adecuada calibración y cobertura; por otra parte, también se requiere de políticas complementarias que refuercen su acción, como sucedió en el primer lustro de los noventa; entre ellas se destacan la responsabilidad fiscal y la eficacia de la supervisión prudencial del sistema financiero.

Resulta claro que instrumentos de regulación, como el encaje, tienen ciertos costos asociados.³⁴ Las pérdidas cuasi fiscales por acumulación excesiva de reservas y una menor tasa de crecimiento del PIB por mantener una tasa de interés más alta son las más citadas. Sin embargo, una evaluación seria exige contrapesarlas con sus beneficios macroeconómicos. Estos beneficios son extensos, derivados de las notables imperfecciones en los mercados financieros internacionales (léase externalidades negativas por excesiva volatilidad de los flujos de corto plazo) que su acción ayuda a compensar, reduciendo así la probabilidad de crisis y sus potenciales costos. Además, hay ganancias en crecimiento asociadas a medidas que buscan proteger el modelo de desarrollo exportador, al moderar la volatilidad cambiaria. Finalmente, podemos encontrar enormes efectos positivos sobre la economía al abrir espacio a las autoridades monetarias para regular el gasto y atenuar los ciclos. Los beneficios por este concepto son difíciles de cuantificar pues son diversos: a través de la suavización de los ciclos se crea un mejor ambiente para la inversión y el crecimiento y, por otro lado, se beneficia el desarrollo social (pobreza, distribución de ingreso, programas asistenciales) muy sensible a los vaivenes de la actividad económica (véase Rodrik, 2000).

Dentro de la apertura de la cuenta de capitales también se requiere una dosis de prudencia en el proceso de conexión financiera con el exterior, en relación con las salidas. Chile es un país con escasez de capital y, por tanto, es cuestionable que los fondos ahorrados por los chilenos en las AFP se dirijan al exterior en vez

(34) Un interesante intento por definir y calcular estos costos es hecho en Schmidt-Hebbel et al (1999).

de ser preferentemente invertidos en Chile. Argumentos como “Chile les queda chico” o bien, que la rentabilidad externa sería superior son muy discutibles. Chile es un país al que le falta, no le sobra, ahorro. La rentabilidad del capital, por ello mismo, es normalmente mayor en Chile que en los países desarrollados. El punto es aun más controvertido cuando la diversificación de riesgo de estos recursos es hecha a expensas de la sostenibilidad macroeconómica debido a su carácter procíclico. Este es un tema que requiere más debate y análisis.

Otra de las dimensiones en las que Chile es un caso de estudio muy interesante es en el desarrollo de la institucionalidad financiera interna. La liberalización de la actividad bancaria en ausencia de un adecuado marco de regulación prudencial en los setenta fue, sin duda, un elemento desestabilizador que cooperó en la gestación del sobreendeudamiento (Mc Kinnon y Pill, 1997). Del mismo modo, los avances realizados como respuesta a esas debilidades, que llevaron a desarrollar uno de los mercados financieros más sanos dentro de los países emergentes, contribuyeron fuertemente a la estabilidad macroeconómica a través de toda la década de los noventa. Sin embargo, es un error atribuir sólo a este factor, la naturaleza de los efectos de las crisis financieras sobre Chile. La razón es que el mercado financiero interno, a lo largo de los tres episodios estudiados, ha canalizado sólo una parte de los recursos que ingresaron al país. Este fenómeno fue particularmente notable en los noventa, donde los créditos bancarios fueron una proporción minoritaria de los influjos. Esto explica que la vulnerabilidad de la economía chilena ante shocks financieros externos no sea despreciable, a pesar de su buen mercado financiero interno, como quedó demostrado en 1998-99. Es preciso enfatizar este punto, pues es común encontrar la peligrosa hipótesis (muy fuerte luego de que éste fuera uno de los puntos débiles de los países asiáticos que entraron en crisis en 1997) que una supervisión eficiente es una condición suficiente para impedir la absorción excesiva de recursos.

Quizás llame la atención del lector la ausencia de un protagonismo de la política fiscal en la gestación de las crisis chilenas, máxime cuando hay toda una línea de literatura que explica las crisis del sector externo como el resultado de déficits fiscales insostenibles. La razón es que durante todos los episodios estudiados en Chile hubo una situación presupuestaria sana reflejada en superávits fiscales en cada año (Larraín, 1991; DIPRES, 2000). Los déficits sólo llegaron en 1982 y 1999 como fruto de las crisis, y no como sus causas, más vinculadas a desequilibrios en el sector externo. Una vez más, la lección es no confiar en sólo un fundamento sólido como garantía de protección.

En suma, la tarea de aprovechar el capital extranjero para las economías emergentes, y asegurar así una sana absorción interna de los recursos junto con una baja vulnerabilidad externa, requiere de un esfuerzo integral, que no debe

basarse en una única dimensión de políticas. Es imprescindible combatir la gestación de desequilibrios con un enfoque activo y pragmático, tomando en cuenta la evolución de las variables internas y externas, al que cooperen una buena institucionalidad bancaria, una política cambiaria que evite desalineamientos excesivos del tipo de cambio real, políticas fiscales y monetarias que vigilen el gasto y una gestión de la cuenta de capitales flexible y compatible con la realidad de un país en desarrollo, escaso en capital y muy pequeño comparado con el volumen de recursos que llegan a través de un mercado financiero internacional imperfecto y volátil. La experiencia de Chile demuestra que esto es posible, así como también nos señala que el desafío es permanente, pues siempre habrá nuevos problemas y tentaciones peligrosas en el camino, que nos cobrarán caro mañana el “éxito” de hoy.

Referencias bibliográficas

- Agosin, M. R. (1998), “Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa”, en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- y R. Ffrench-Davis (2000), “Managing capital inflows in Chile”, en S. Griffith-Jones, M. F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Oxford.
- Aninat, E. y C. Larraín (1996), “Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena”, *Revista de la CEPAL* 60, diciembre.
- Arellano, J. P. y R. Cortázar (1982), “Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico”, *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.
- Banco Central de Chile, *Balanza de Pagos*, publicación anual, Santiago.
- *Boletín Mensual*, varios números, Santiago.
- Calderón, A. y S. Griffith-Jones (1995), “Los nuevos flujos de capital extranjero en la economía chilena: acceso renovado y nuevos usos”, *Serie Desarrollo Productivo*, No. 24, CEPAL, Santiago.
- Calvo, G. L. Leiderman, y C. Reinhart (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No 1, marzo.
- Claessens, S., M. P. Dooley, y A. Warner (1995), “Portfolio capital flows: hot or cold?”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 9, No1, enero.
- Cortázar, R. y J. Marshall (1980), “Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-78”, *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- De Gregorio, J. , S. Edwards y R. Valdés (2000), “Controls on capital inflows: do they work?”, *Working Paper N. 7645*, NBER, abril.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), “Goodbye financial repression, hello financial crash”, *Journal of Development Economics*, Vol. 19, No 1-2, septiembre-octubre.
- DIPRES (2000), *Estadísticas de las finanzas públicas: 1990-1999*, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda, marzo.

- Edwards, S. (1999a), "How effective are capital controls?", *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- (1999b), "Capital flows to Latin America", en M. Feldstein (ed.), *International Capital Flows*, NBER, University of Chicago Press, Chicago.
- y A. Cox-Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger, Cambridge, Mass.
- Ffrench-Davis, R. (1984), "International private lending and borrowing strategies of developing countries", *Journal of Development Planning*, No 14.
- (1999a), *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill, Santiago.
- (1999b), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- y J.P. Arellano (1981), "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- y J. De Gregorio (1987), "Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile: antes y después de la crisis", *El Trimestre Económico* Nos 213 y 214, México, enero-marzo.
- y S. Griffith-Jones, (1995), eds., *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F. y Santiago.
- y J.A. Ocampo (2000), "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en este volumen.
- y H. Reisen (1998), eds., *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, McGraw Hill, Santiago, segunda edición.
- , M. R. Agosin, y A. Uthoff (1995), "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean economy, 1973-83", *Economic Development and Cultural Change* 33, abril.
- Held, G. y F. Jiménez (2000), "Liberalización, crisis y reforma del sistema financiero chileno", CEPAL Proyecto Ford.

- Helpman, E., L. Leiderman, y G. Bufman (1994), "A new breed of exchange rate bands: Chile, Israel and Mexico", *Economic Policy*, No 19, octubre.
- Herrera, L. O. y R. Valdés (1997), "Encaje y autonomía monetaria en Chile", Banco Central de Chile, Santiago, manuscrito.
- Labán, R. y F. Larraín (1997), "Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, No 3.
- Larraín, F. (1991), "Public sector behavior in a highly indebted country: the contrasting Chilean experience, 1970-85", en F. Larraín y M. Selowsky (eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*, ICS Press, San Francisco.
- Larraín, C. (1995), "Internacionalización y supervisión de la banca en Chile", *Estudios Públicos* 60, Santiago, primavera.
- Le Fort, G. (1998), "La política monetaria, el tipo de cambio real y el encaje al influjo de capitales: un modelo analítico simple", *Documento de Trabajo* No 36, Banco Central de Chile, diciembre.

y S. Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de Trabajo* No 64, Banco Central de Chile, febrero.

- Massad, C. (2000), "Capital flows in Chile: changes and policies in the nineties", en *Financial Globalization and the Emerging Economies*, CEPAL/ Instituto Internacional Jacques Maritain, Santiago.
 - Mc Kinnon, R. y H. Pill (1997), "Credible economic liberalizations and overborrowing", *American Economic Review*, vol. 87, No 2, mayo.
 - Mizala, A. (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
 - Morandé, F. (1992), "The dynamics of real asset prices, the real exchange rate, trade reforms and foreign capital inflows: Chile, 1976-1989", *Journal of Development Economics*, vol. 39, No1, special, julio.
- y K. Schmidt-Hebbel (1998), eds., *Del auge a la crisis de 1982: ensayos sobre liberación financiera y endeudamiento en Chile*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Georgetown University/ILADES, Santiago.

- Reinstein A. y F. Rosende (2000), "Reforma financiera en Chile", en F. Larraín y R. Vergara (eds.), *La transformación económica de Chile*, CEP, Santiago.
- Rodrik, D. (2000), "Why is there so much economic insecurity in Latin America", World Bank, and Forum on Social Equity, BID, manuscrito no publicado, Washington, D.C.
- y A. Velasco (1999), "Short-term capital flows", *Working Paper* N.7364, NBER, septiembre.
- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera en los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, vol. 2, No 1, Banco Central de Chile, abril.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Hernández y F. Gallego (1999), "Capital controls in Chile: effective? efficient?", Documento de trabajo No 59, Banco Central de Chile, diciembre.
- Stiglitz, J. (1998), "The role of the financial system in development", Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, Banco Mundial, San Salvador, junio.
- Tapia, D. (1979), "Apertura al mercado financiero internacional", en *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, Instituto de Estudios Bancarios, Santiago.
- Tapia, H. (2000), "Liquidez de los capitales externos y probabilidad de crisis", manuscrito no publicado.
- Valdés-Prieto, S. (1992), "Financial liberalization and the capital account: Chile, 1974-84", en E. Caprio y J. Hanson (eds.) *Financial Reform: Theory and Experience*, Cambridge University Press.
- y M. Soto (1998), "New selective capital controls in Chile: are they effective?", *Empirica*, 25(2).
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, No 2, Universidad de Chile, Santiago.
- (1996), "The Crawling-Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Israel, Chile, and Colombia", Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Zahler, R. (1980), "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera: el caso chileno, 1975-78", *Revista de la CEPAL* No 10, abril.
- (1998), "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa", *Revista de la CEPAL* No 64, abril.

IV

DEL AUGE DE CAPITALES A LA CRISIS FINANCIERA Y MÁS ALLÁ: MÉXICO EN LOS NOVENTA

*Jaime Ros**

Introducción

Al principio de los años noventa, después de casi una década de deterioro económico y alta inflación, la economía mexicana parecía estar en camino a recuperar su crecimiento y la estabilidad de precios. Un programa exitoso de estabilización y una gran reducción de la deuda externa pública y privada, financiada con los grandes ingresos de las privatizaciones y facilitada por un acuerdo Brady, parecían lograr que finalmente fuera posible cosechar los frutos de las reformas estructurales implementadas desde la mitad de los ochenta. Por lo menos así les parecía a muchos observadores que en ese entonces creyeron que México, un reformador modelo y un exitoso mercado emergente iba a volverse un milagro económico latinoamericano. Cuando el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) fue aprobado en 1993, las expectativas optimistas ganaron aún más fuerza. La visión optimista se reforzó con el hecho de que, además de amplias reformas económicas, el gobierno mexicano había emprendido un programa contra la pobreza dirigido a responder a las necesidades urgentes en materia de salud y educación. Para muchos, por lo tanto, México parecía estar firmemente encaminado hacia la modernización social y económica.

Al final de 1994, apenas un año después de que el TLCAN entrara en vigor, la economía mexicana estaba en una crisis financiera y al borde de la peor recesión desde la gran depresión de los años treinta. Después de la devaluación del peso en diciembre, en medio de crecientes temores de una moratoria de la deuda, el gobierno Mexicano fue incapaz de renovar sus obligaciones, y un paquete internacional de rescate sin precedentes fue necesario para detener las ventas de pánico de la deuda mexicana a principios de 1995. Más aún, el país había estado experimentando intranquilidad y violencia política a lo largo de 1994: una revuelta armada de los Zapatistas en enero (el mismo día en que el TLCAN entró en vigor), los asesinatos del candidato presidencial en marzo y del Secretario General del partido en el gobierno en septiembre, y la renuncia en noviembre del Sub-Procurador General de la Nación que había estado a cargo de investigar el asesinato de su hermano (el Secretario General del PRI).

** Profesor de la Universidad de Notre Dame. Versiones anteriores de este trabajo fueron presentadas en el Taller "Previniendo crisis financieras: lecciones de economías emergentes 'exitosas'" de la CEPAL, Santiago de Chile, marzo de 1999 y en un Seminario de la CEPAL en Santiago, julio de 1999. El autor agradece a Maiju Perala por su ayuda en la investigación. Los comentarios de Ricardo French-Davis y de los participantes del taller y seminario de Santiago fueron muy útiles en la preparación de esta versión del trabajo. Traducción del inglés de Gabriel Martínez, revisada por el autor.*

¿Qué explica que el país que supuestamente iba a entrar a un período de prosperidad sostenida, con uno de los más exitosos ‘mercados emergentes’ se encontrara a mediados de los noventa en el fondo de la peor crisis económica de los últimos setenta años? ¿Cómo es posible que cuatro años después del acuerdo Brady y de una gran reducción de la deuda externa e interna pública, el gobierno se encontrara al borde de la moratoria? Éstas son las preguntas que este trabajo aborda. En la sección 1 se revisa el episodio de entradas masivas de capital de principios de los noventa y las reformas financieras que lo precedieron. La sección 2 examina cómo el éxito mismo de la economía mexicana en atraer capital extranjero socavó los fundamentos de la economía al causar una gran apreciación del peso, una mala asignación de recursos, y una creciente fragilidad financiera. La sección 3 examina como éstas tres consecuencias de las entradas de capital se combinaron e interactuaron para producir el aterrizaje forzoso que siguió, y compara la interpretación propuesta con otras explicaciones de la crisis. La sección final mira al desempeño de la economía después de la crisis y discurre sobre sus perspectivas de mediano plazo.

1. Liberalización financiera, reducción de la deuda y las entradas de capital

Aunque las entradas de capital de principios de los noventa se extendieron a la mayoría de los países de América Latina y de otras regiones, México tuvo un lugar prominente en este episodio: de 1990 a 1993 casi la mitad de las entradas de capital a América Latina fueron a México (véase el cuadro 1). Estas entradas masivas se originaron en una diversidad de circunstancias o, más precisamente, en el hecho de que casi todos los diversos determinantes de los movimientos de capital, internos y externos, tuvieron un efecto positivo sobre las entradas. El entorno externo estuvo caracterizado por una reducción continua (hasta 1994) de las tasas de interés externas, una recesión en Estados Unidos al principio de los noventa, y cambios en la reglamentación introducidos por la Comisión de Valores de Estados Unidos (US Securities Exchange Commission). Todo esto contribuyó favorablemente a un aumento de las inversiones hacia el exterior.¹ Además, mejores

(1) Los cambios de reglamentación –la “reglamentación S” y la regla “144A”– estimularon la inversión de cartera en los países en desarrollo a través, en particular, de la emisión de American Depositary Receipts (ADR) en el mercado de valores de Nueva York y del desarrollo de fondos-país en los mercados financieros de Estados Unidos. Ver, sobre el tema, Banco de México (1993), CEPAL (1998) y French-Davis (1999, cap.V).

Cuadro 1.
Flujos de capital hacia México y América Latina, 1977-95
(millones de dólares)

	1977-81	1983-89	1990-93	1994-95
Flujos anuales de capital (netos)				
América Latina	28.861	8.154	45.886	38.548
México	8.154	-662	22.495	3.599
México como % del total	28,3	-8,1	49,0	9,3
Inversión extranjera directa				
América Latina			11.428	17.281
México			4.045	6.989
México como % del total			35,4	40,4
Otros flujos de capital (netos)				
América Latina			34.458	21.267
México			18.450	-3.390
México como % del total			53,5	-15,9

Fuente: CEPAL (1998, cuadros IX.1 y IX.4), basado en cifras oficiales.

términos de intercambio al final de los ochenta y el acuerdo de alivio de la deuda con la banca acreedora llevaron a una reducción en la prima de riesgo país.²

El nuevo entorno institucional que caracterizaba la economía mexicana como resultado de las reformas estructurales desde mediados de los ochenta da cuenta de los factores internos favorables. Las reformas más relevantes para las entradas de capital incluyen la liberalización y apertura a los inversionistas extranjeros de los mercados financieros domésticos, así como la desregulación de las inversiones extranjeras directas. A partir de 1988, una sucesión de medidas relajaron el encaje bancario, las cuotas de crédito hacia los sectores de alta prioridad y los controles sobre las tasas de interés; unificaron la tasa de cambio controlada y libre y abolieron los controles de capital que fueron adoptados durante la crisis de 1982. La eliminación de restricciones a la inversión extranjera en los mercados internos de

(2) El Plan Brady fue anunciado en marzo de 1989 y un acuerdo en principio fue firmado en julio de ese año. Como había ocurrido en el pasado, México fue el primer país que firmó un acuerdo de deuda bajo un programa auspiciado por los EE.UU con los bancos comerciales en febrero de 1990.

bonos y de acciones se dio en 1989 y 1990.³ A lo largo de los ochenta los gobiernos de De La Madrid y de Salinas de Gortari interpretaron en forma muy liberal la Ley de Inversiones Extranjeras de 1973 y adoptaron una serie de cambios en las reglamentaciones para facilitar la entrada de inversión extranjera directa. Estos cambios culminaron en la nueva Ley de Inversiones Extranjeras de 1993. Esta Ley abrió áreas previamente restringidas a compañías extranjeras y eliminó la cláusula del máximo de 49% como la regla general que gobernaba la participación extranjera en empresas locales. La privatización del sistema bancario y las telecomunicaciones en 1991-92 debe ser añadida a la lista de cambios relevantes de política. Además de demostrar un compromiso con reformas orientadas al

Cuadro 2.
México: Uso de los ingresos por privatización, 1991-92

	% del PIB		Miles de millones de dólares			% del total
	1991	1992	1991	1992	1991-92	1991-92
Total privatizaciones ^a	3,3	3,3	9,42	10,74	20,16	100,0
Déficit financiero ^b	1,4	0,1	4,02	0,28	4,30	21,3
Reducción de deuda neta	1,9	3,2	5,39	10,46	15,85	78,6
Externa	1,5	0,8	4,39	2,55	6,94	34,4
Banco de México	1,9	0,2	5,49	0,70	6,19	30,7
Sector privado ^c	-1,6	2,2	-4,48	7,21	2,73	13,5
Residentes ^d	1,8	1,5	5,03	4,94	9,97	49,5
No residentes ^e	-1,2	-2,7	-3,54	-8,77	-12,31	-61,1
Banca comercial	-2,1	3,4	-5,97	11,04	5,07	25,1

Fuente: Ros (1994b) con base en Banco de México, Informe Anual (1991 y 1992), cuadros de financiamiento del déficit del sector público y balanza de pagos.

a Incluye ingresos en efectivo (o por amortización de Bonos de Privatización Bancaria) y disminución de la deuda interna o externa del sector público al reclasificarse Teléfonos de México como empresa privada.

b Déficit financiero devengado. Incluye los intereses devengados no pagados, que sólo se incorporan al déficit financiero de caja cuando se liquidan.

c Bancario y no bancario (incluye no residentes).

d No bancario. Se obtiene como residuo de la reducción de deuda del sector privado. e Inversión extranjera.

- (3) Un decreto de mayo de 1989 liberalizó el régimen de "inversión neutra" para promover la entrada de inversionistas extranjeros al mercado de acciones. Hacia el final de 1990, las restricciones a la compra de bonos domésticos por extranjeros (más que nada bonos gubernamentales) fueron eliminadas.

mercado, éstos dieron al gobierno grandes ingresos de privatizaciones que fueron usados para reducir drásticamente la carga de la deuda interna y externa sobre las cuentas fiscales (véase el cuadro 2).

Estas reformas internas y shocks externos positivos, junto con el comienzo de las negociaciones del TLCAN en 1990, contribuyeron a las entradas de capital a través de tres vías. La primera fue una drástica reducción de la prima de riesgo país —la imagen mejorada de México como “un buen lugar para invertir”. El acuerdo de alivio de la deuda, la caída en las tasas de interés internacionales, y el repago de la deuda externa, financiado con los grandes ingresos de las privatizaciones en 1991-92 (véase el cuadro 2), se combinaron para producir una reducción substancial en el servicio de la deuda como proporción de las exportaciones y del PIB (véase el cuadro 3). Estos indicadores, usados convencionalmente por inversionistas nacionales y extranjeros para evaluar el riesgo país, cayeron en los noventa por debajo de los niveles alcanzados a mediados de los setenta, antes de la crisis de balanza de pagos que se gestó en 1974-76.⁴ Más aún, los ingresos provenientes de las privatizaciones también financiaron una drástica reducción de la deuda interna y de la externa (véase el cuadro 2). Para el primer trimestre de 1993, el valor real de la deuda interna había caído a menos de la mitad de su nivel de mediados de 1990. El resultado fue que la deuda total del gobierno había disminuido de 55% del PIB en 1990 a 35% en 1993. Esta última cifra es alrededor de la mitad del promedio de la OCDE y menos de un tercio de la de Italia o Bélgica.

Una segunda vía fue la apertura de los mercados financieros internos, que actuó de la misma manera que un cambio en las preferencias de cartera de los inversionistas extranjeros por activos locales y externos. Ros (1994b), en un estudio de los determinantes de las entradas de capital encuentra que la apertura del mercado de bonos da cuenta de la mayor parte del “cambio en las preferencias de activos” durante el período. Vale la pena anotar que sólo después de 1994 —el año en que el TLCAN entró en vigor y un año después de la aprobación por el Congreso en 1993 de la nueva Ley de inversión extranjera— la inversión extranjera directa se volvió significativamente más importante que en los sesenta y setenta. Esto explica en parte la fuerte concentración de entradas de capital en las inversiones de cartera hasta 1993 (véase más abajo).

La tercera vía, que interactuó con la reducción en la prima de riesgo, fue la apreciación real del peso y las muy altas tasas de interés que prevalecieron durante las etapas iniciales del programa de desinflación del final de 1987. La tasa de interés anual sobre Certificados de Tesorería (CETES) a tres meses en 1989 todavía

(4) Vale la pena anotar que desde 1990 hasta 1993 la calificación de la deuda externa mexicana fue mejorada por los evaluadores de riesgo extranjeros y, en el caso de dos bancos de desarrollo mexicanos, recibió “grado de inversión” (Gurría, 1995). Todo esto sucedía mientras, como veremos más adelante, los primeros síntomas de una seria vulnerabilidad financiera habían emergido.

Cuadro 3. México: Indicadores del desempeño macroeconómico, 1988-98
(porcentajes)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Crecimiento del PIB	1,2	4,2	5,1	4,2	3,6	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,7	4,8
Inflación	51,7	19,7	29,9	18,8	11,9	8,0	7,1	52,0	27,7	15,7	18,6
Tipo de cambio real (índice)	10,0	94,6	89,9	82,0	75,0	70,8	73,6	106,6	96,7	85,5	86,4
Tasa de interés real ^a	7,3	13,8	1,0	-1,3	3,4	14,0	13,3	6,6	9,2	8,8	10,1
Tasa de ahorro privado ^b	17,5	14,8	13,2	10,6	10,5	11,6	11,4	15,8	16,7		
Tasa de ahorro interno ^b	21,4	19,5	20,3	19,0	18,1	18,2	18,0	18,5	22,5 ^c	24,1 ^c	20,5 ^c
Inversión fija privada ^b	11,7	11,8	12,8	14,1	15,6	14,8	14,3	11,0	13,2	15,3	16,8
Inversión fija pública ^b	3,9	4,0	4,2	4,1	3,8	3,8	4,9	3,6	2,9	3,0	2,5
Desempleo urbano	3,6	3,0	2,8	2,6	2,8	3,4	3,7	6,2	5,5	3,8	3,2
Salario real medio (índice)	100	105,9	107,4	114,2	122,8	130,6	136,9	118,8	109,1	112,5	115,5
Comercio Exterior ^b											
Exportaciones	13,9	14,0	14,1	14,2	14,4	15,2	17,2	23,9	26,8	27,9	29,2
Importaciones	11,7	13,2	15,0	16,6	19,2	19,2	22,3	20,2	23,6	27,1	29,5
Comercio de Capital ^b											
Inversión directa	1,6	1,5	1,1	1,8	1,6	1,5	3,5	3,1	2,9	3,7	2,9
Inversión de cartera	0,5	0,2	1,4	4,9	6,6	10,1	2,6	-3,2	4,2	1,5	0,4
Préstamos	-1,8	0,4	4,7	3,1	-0,6	1,0	0,4	7,5	-3,8	-2,6	1,1
Deuda ^b											
Externa bruta	43,7	36,6	32,1	30,1	28,4	27,5	27,1	31,0	30,8	26,9	24,9
Interna bruta	22,4	23,4	20,9	16,8	11,8	10,2	10,8	9,5	6,8	7,4	8,9

continúa pág. siguiente

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Finanzas públicas ^b											
Gastos (total)	36,4	30,6	27,5	23,9	22,2	22,5	23,1	23,0	23,3	23,7	21,5
Gastos de operación	12,5	11,2	10,5	9,9	8,8	9,1	8,9	8,2	8,1	8,3	7,2
Inversión	2,9	2,4	2,7	2,9	2,7	2,5	3,0	2,5	2,9	2,5	1,8
Intereses internos	12,5	9,0	6,8	3,1	2,2	1,5	1,1	2,6	2,3	2,5	1,5
Intereses externos	3,6	3,3	2,3	1,9	1,5	1,2	1,2	2,0	2,1	1,6	1,4
Otros	4,9	4,7	5,2	6,1	7,0	8,2	8,9	7,7	7,9	8,8	9,6
Ingresos (total)	27,7	25,8	25,3	23,5	23,7	23,1	22,8	22,8	23,2	23,0	20,3
Gobierno Federal (total)	16,3	16,4	15,9	15,5	16,0	15,5	15,2	15,3	15,7	15,8	14,1
Impuestos	11,4	11,1	10,7	10,7	11,3	11,4	11,3	9,3	9,0	9,8	10,4
Ingreso Federal no tributario	5,0	5,3	5,2	4,8	4,8	4,1	3,9	6,0	6,7	6,0	3,7
Participaciones en el ingreso											
Utilidades e intereses ^d	56,5	56,0	54,5	52,9	51,8	50,4	49,8	54,6	55,9		
Sector de bienes comerciables	25,1	21,3	19,1	17,5	16,0	14,2	13,8	17,0	19,2		
Sector de bienes no comerciables	31,4	34,7	35,4	35,4	35,8	36,2	36,0	37,6	36,7		
Trabajo calificado ^e	9,8	11,7	12,3	14,0	15,6	17,2	18,2	16,6	15,5		
Otros ^f	33,8	32,3	33,2	33,0	32,6	32,4	31,9	28,7	28,6		

Fuentes: INEGI, Cuentas Nacionales, Indicadores de Competitividad; Banco de México, Información Económica; OECD, Economic Survey, varios años; Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Información histórica; FMI, International Financial Statistics; CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1998-99.

^a Para 1988-92, datos de la CEPAL; para 1993-98 estimado en base a estadísticas del FMI. ^b Como porcentaje del PIB. ^c Valor no comparable con la serie anterior. ^d Excedente de operación (excluyendo los sectores de petróleo, agricultura, comercio, y otros servicios), menos el ingreso de la propiedad pagado al exterior, más los pagos de intereses del gobierno al sector privado. ^e Estimado usando el salario medio en la industria de la construcción como el límite máximo del salario del trabajo no calificado. ^f Trabajo no calificado e ingresos del trabajo no asalariado. Estimado como residuo.

era del orden de 19% para compensar la incertidumbre en torno a la inflación que acompañó el proceso de desinflación. El rápido éxito del programa anti-inflacionario, que requirió una apreciación significativa del peso en términos reales, implicó que las tasas de interés expost en dólares sobre los títulos locales de corto plazo resultaran extremadamente altas.

Antes de pasar a las consecuencias macroeconómicas de las entradas de capital, vale la pena ^{de duplicar} recordar la magnitud y la composición de las entradas. Las entradas brutas se ~~de~~ de 3.500 millones de dólares en 1989 a 33.300 millones en 1993, antes de contraerse drásticamente en 1994 (Banco de México, 1994). Las entradas netas de capital crecieron desde cifras insignificantes hasta representar 12,6 % del PIB en su máximo en 1993 (véase el cuadro 3). Durante este episodio, la composición de las entradas estuvo fuertemente sesgada hacia activos altamente líquidos (véase el cuadro 1). La composición de estas inversiones de corto plazo también cambió a través del tiempo. En las etapas iniciales (1989 y 1990), las entradas significaron la adquisición de depósitos bancarios y préstamos al sector privado. Con la liberalización del mercado financiero interno, las entradas se orientaron hacia los bonos del gobierno y las acciones. A lo largo del período las inversiones de cartera en el mercado accionario crecieron rápidamente y constituyeron el mayor componente en la cresta de la oleada en 1993. Desde fines de 1990 hasta fines de 1993, el valor de mercado de las inversiones de cartera acumuladas en el mercado accionario saltó de 4.500 millones a 54.600 millones de dólares. Solamente en 1993, el flujo de inversiones de cartera en el mercado de acciones llegó a 28.400 millones (Gurría, 1995). Los movimientos de corto plazo también dominaron la contracción a partir de 1994 (véanse los cuadros 1 y 3). Esto redujo el promedio de las inversiones de cartera a alrededor de 1,7% del PIB de 1994 a 1998, muy por debajo de la inversión extranjera directa (3,3% del PIB en promedio y cerca del 20% de la inversión privada).

Es interesante notar que el ciclo de los movimientos de capital parece ser especialmente marcado en el caso de México, haciéndolo el mayor beneficiario de las entradas durante el auge y la principal víctima durante la contracción. Como se muestra en el cuadro 1, durante los períodos de expansión de las entradas de capital, la economía mexicana tiende a absorber un gran porcentaje de las entradas de cartera que fluyen hacia América Latina, mucho mayor que la fracción de los menos volátiles flujos de inversión directa. Esta concentración de entradas hacia los activos líquidos incrementa la fragilidad financiera con respecto al resto de países. Por lo tanto, la contracción de los flujos ha atrapado a México en una posición muy vulnerable. El resultado es que el país ha sido uno de los más severamente golpeados por la contracción de los movimientos de capital (típicamente los problemas financieros internacionales comienzan por allí) y recibe una fracción muy pequeña de las entradas durante el período de contracción. El pasado reciente ha sido una excepción a esta regla. La turbulencia financiera comenzó en el Este de Asia y luego en Rusia y Brasil y como veremos más adelante, ha tomado a México en una posición relativamente fuerte.

2. Cómo el éxito socavó los fundamentos

La magnitud y composición de las entradas de capital debió haber causado tres legítimas inquietudes para la política económica: i) la continua apreciación del peso, que tuvo lugar en medio de una liberalización comercial más bien radical; ii) una asignación de los recursos sesgada hacia el consumo más que la inversión y hacia la producción de no comerciables, que tuvo su origen en las dificultades para intermediar adecuadamente esas entradas masivas y que resultaron en una lenta expansión económica; iii) la fragilidad financiera creciente, que resultó de la concentración de las entradas en activos altamente líquidos y en el deterioro progresivo de los balances de los bancos. Esta sección comenta estas tres consecuencias de las entradas de capital.

a) Entradas de capital, mercados financieros y la apreciación real del peso

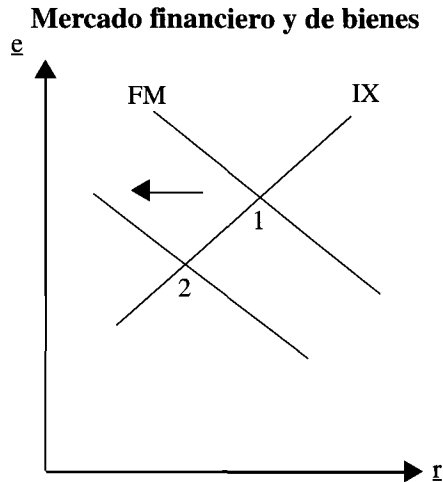
El episodio de entradas de capital se distinguió por una gran apreciación real del peso: de 1988 a 1993, el valor real del peso aumentó en más del 40% (la tasa de cambio real cayó en más de 30%, ver el cuadro 3). Medida por la relación de precios entre bienes comerciables y no comerciables, el proceso de apreciación parece ser aún más dramático: esa relación cayó de 140,9 en 1988 a 74,3 en 1993 (Gurría, 1995).⁵ Esta sección presenta un análisis formal de los mecanismos detrás de la apreciación real y del problema del ajuste macroeconómico que el sobreajuste de la tasa de cambio real generó. El marco analítico es un modelo del mercado financiero y de bienes que se apoya en Branson (1985) con elementos prestados de Ros (1994b, 1995) y Ros y Skott (1998).⁶ En este modelo, la tasa de cambio y la tasa de interés tienen un papel doble, como precios clave en la asignación de los recursos y como precios de los activos financieros. En efecto, por un lado, despejan el mercado de bienes, es decir, aseguran el equilibrio de flujos en la economía, a través de su efecto en la inversión deseada, el ahorro, y las exportaciones netas. Segundo, aseguran el equilibrio financiero—el equilibrio de acervos de la economía—en su papel de precios de los activos financieros. El gráfico 1 muestra el equilibrio de flujos y de acervos de la economía en la intersección de dos curvas (la IX y la FM en la terminología de Branson).⁷

(5) En 1981, en vísperas de la devaluación de 1982, la relación fue 98,1.

(6) Hay dos diferencias importantes respecto a Branson (1985). Primero, en nuestro modelo los precios relativos responden asimétricamente a los excesos de demanda y de oferta. Mientras que un exceso de demanda de los bienes no comerciables lleva a una apreciación real de la moneda (un aumento en el precio relativo de los bienes no comerciables), un exceso de oferta lleva a un ajuste del producto hacia abajo (dejando a la tasa de cambio, al menos temporalmente, en su nivel original). Segundo, nuestro modelo atribuye un papel importante a los cambios en la posición del inversionista marginal al explicar el comportamiento de los precios de los activos.

(7) Véase el apéndice para una exposición completa del modelo.

Gráfico 1



La primera curva (IX) es un locus de combinaciones de la tasa de cambio real y la tasa de interés real a lo largo del cual la inversión deseada es igual al ahorro (nacional y extranjero). La inversión depende positivamente de la tasa de cambio real (e , debido a sus efectos positivos sobre las utilidades) e inversamente de la tasa de interés real (r). Con el empleo total *dado*, a lo largo de este locus el mercado de bienes no comerciables se equilibra a través de cambios en la tasa de cambio real. Es por ello que la curva tiene una pendiente positiva en el gráfico 1: una caída en la tasa de interés aumenta la inversión y crea un exceso de demanda de los bienes: el precio relativo de los bienes no comerciables aumenta (la tasa de cambio cae) para equilibrar el mercado de bienes no comerciables. A lo largo de la curva, al considerar valores más bajos de la tasa de cambio real, el déficit de la cuenta corriente crece a medida que la caída en la tasa de cambio real (la apreciación de la moneda local) lleva a una brecha mayor entre la demanda y la oferta interna de bienes comerciables.

La segunda curva (FM) es el locus del equilibrio de los mercados financieros. En equilibrio de cartera, el diferencial de tasas de interés entre títulos nacionales y extranjeros de corto plazo, ajustados por las expectativas de devaluación, es igual a la prima de riesgo de los títulos nacionales. Esta prima se hace función de un componente exógeno que refleja las percepciones subjetivas de los agentes sobre el riesgo país y del acervo de obligaciones externas. Con expectativas regresivas sobre la tasa de cambio real (véase el apéndice), la pendiente del locus es negativa. Una apreciación significativa de la moneda local tiende a generar expectativas de depreciación y esto requiere un aumento en la tasa de interés interna para mantener el equilibrio del mercado financiero.

Consideremos ahora la situación a mediados de 1989. El déficit de la cuenta corriente era del orden de 2,6% del PIB (aproximadamente el promedio de las tres décadas precedentes) y la tasa de cambio real estaba en su valor de 1978 (el promedio del período 1970-94). No había expectativas significativas de una depreciación real⁸, y una alta prima de riesgo daba cuenta del gran diferencial de tasas de interés entre los títulos nacionales y extranjeros.⁹ Digamos que estas condiciones son las descritas por el punto 1 en el gráfico 1. Comenzando con el acuerdo de alivio de la deuda y con el inicio de las negociaciones del TLCAN a mediados de 1990, una serie de *shocks* positivos cambiaron el equilibrio de acervos inicial. Estos *shocks*, como se comentó en la sección 1, reducen la prima de riesgo y mueven la curva FM hacia la izquierda. Como se ve en el gráfico este tipo de *shock* reduce tanto la tasa de interés real así como la tasa de cambio real. Dado que la curva FM se desplaza hacia la izquierda, el valor de equilibrio de corto plazo de la moneda nacional se aprecia a lo largo de la curva IX. La anticipación de los mercados financieros de una caída en la tasa de interés (y por lo tanto en la tasa de cambio), como resultado del movimiento hacia la izquierda de la curva FM, genera expectativas de corto plazo de una apreciación real. Tasas de interés que caen, una apreciación real del peso y continuas expectativas de una apreciación real son precisamente las características clave de los mercados financieros mexicanos de la mitad de 1990 hasta mediados de 1992 (Ros, 1994b).

Cuando a mediados de 1992 el proceso de reducción de la deuda interna y externa del gobierno se detuvo y la curva FM no se mueve más hacia la izquierda, las expectativas sobre el tipo de cambio pasan a estar dominadas por la brecha que el proceso anterior abrió entre la tasa de cambio y su valor esperado de *largo plazo*.¹⁰ Es entonces que la tasa de interés real tendría que volver a aumentar para compensar las expectativas de devaluación. Esto sucedió entre el segundo y el tercer trimestre de 1992 cuando la tasa de depreciación esperada pasó de negativa a positiva.

(8) Véase Ros (1994b). La tasa esperada de depreciación real se obtiene del diferencial de tasas de interés entre los CETES y los Tesobonos que estaban indexados al dólar y de las expectativas de inflación implícitas en el diferencial entre los CETES y los Ajustabonos indexados. Vale la pena anotar, sin embargo, que el diferencial entre los Ajustabonos y los CETES también incluye una prima por la incertidumbre en torno a la inflación.

(9) Con las expectativas de inflación medidas de la manera descrita en el pie de página anterior, esta prima de riesgo incluye un margen por concepto de incertidumbre respecto de la inflación (que es parte del diferencial entre los beneficios de los CETES y los Ajustabonos). La incertidumbre respecto a la inflación era alta en 1989, ya que el programa heterodoxo de estabilización lanzado en diciembre de 1987 todavía había de probar su éxito, y esto contribuyó a la alta prima de riesgo medida entre los títulos nacionales y extranjeros.

(10) Formalmente, esto es equivalente a un movimiento hacia arriba de la curva FM.

En el período subsiguiente, sin embargo, las tasas de interés se mantuvieron sorprendentemente estables y bajas (hasta los acontecimientos políticos de 1994): la brecha persistente entre la tasa de cambio real de largo plazo y actual no se refleja en tasas de interés mayores. Esto parece ser consecuencia de un cambio en la posición del inversionista marginal (en el margen entre los títulos nacionales y extranjeros de corto plazo) a medida que el acervo de bonos gubernamentales cambia de manos entre los pesimistas inversionistas nacionales y los optimistas inversionistas extranjeros (optimistas y pesimistas definidos aquí de acuerdo a sus percepciones del futuro de la tasa de cambio; véase sobre el tema Ros, 1994b; Ibarra, 1997).

b) Ajustes en los mercados de bienes y trabajo

Consideremos ahora la evolución de los mercados de bienes y trabajo. Las tendencias características aquí son, primero, una reducción rápida (y sin precedentes) del empleo manufacturero y la generación de tasas crecientes de subempleo en el comercio y la agricultura. Estas tendencias se muestran en el

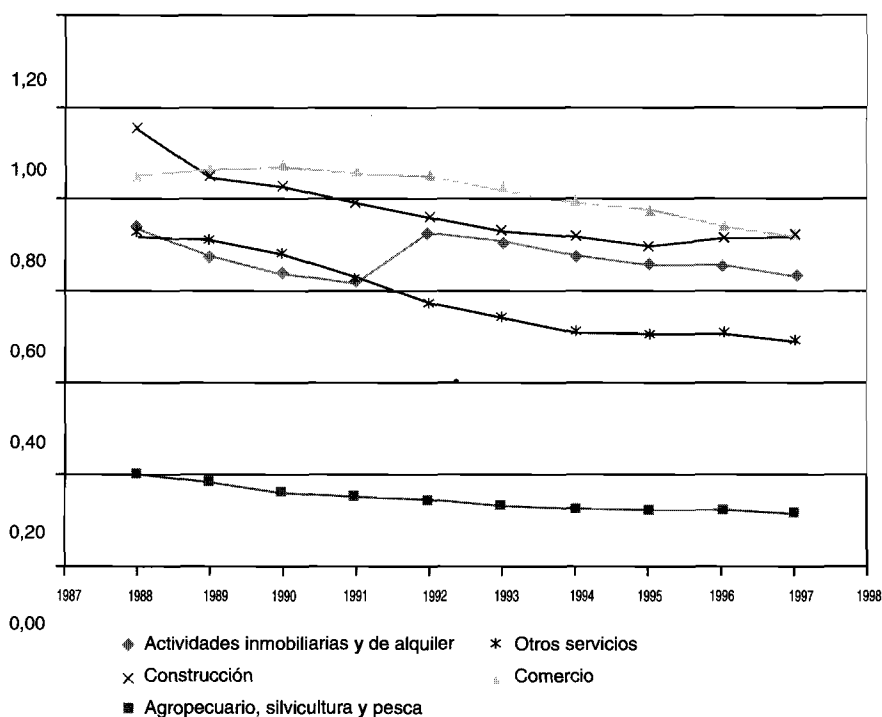
Cuadro 4
México: Crecimiento del producto, el empleo y la productividad, 1988-97
(tasas promedio de crecimiento anual)

Sector	Crecimiento del empleo		Crecimiento del PIB		Crecimiento de la productividad	
	1988-93	1994-97	1988-93	1994-97	1988-93	1994-97
Total	3,1	3,2	3,7	2,4	0,6	-0,8
Minería ^a	-7,4	8,8	2,0	4,1	9,4	4,7
Manufacturas	-1,8	4,9	4,2	4,7	6,0	-0,2
Agricultura	5,8	0,5	1,9	1,7	-3,9	1,2
No comerciales	3,6 ^c	3,9 ^c	3,1	1,8	-0,5	-2,1
Construcción	4,1	-1,7	4,9	0,1	0,8	1,8
Transporte y comunicaciones	5,0	2,7	4,1	5,0	-0,9	2,3
Comercio ^b	5,1	3,4	4,3	1,0	-0,8	-2,4
Servicio	3,0	5,5 ^d	3,9	1,6 ^d	0,9	-3,9 ^d
Gobierno	0,8		0,9		0,1	

Fuentes: INEGI, Cuentas Nacionales y Encuesta nacional de Empleo 1997.

^a Incluye electricidad. ^b Incluye restaurantes y hoteles. ^c Incluye actividades no especificadas. ^d Incluye gobierno y servicios.

Gráfico 2
México: en los sectores de salarios bajos, 1988-97



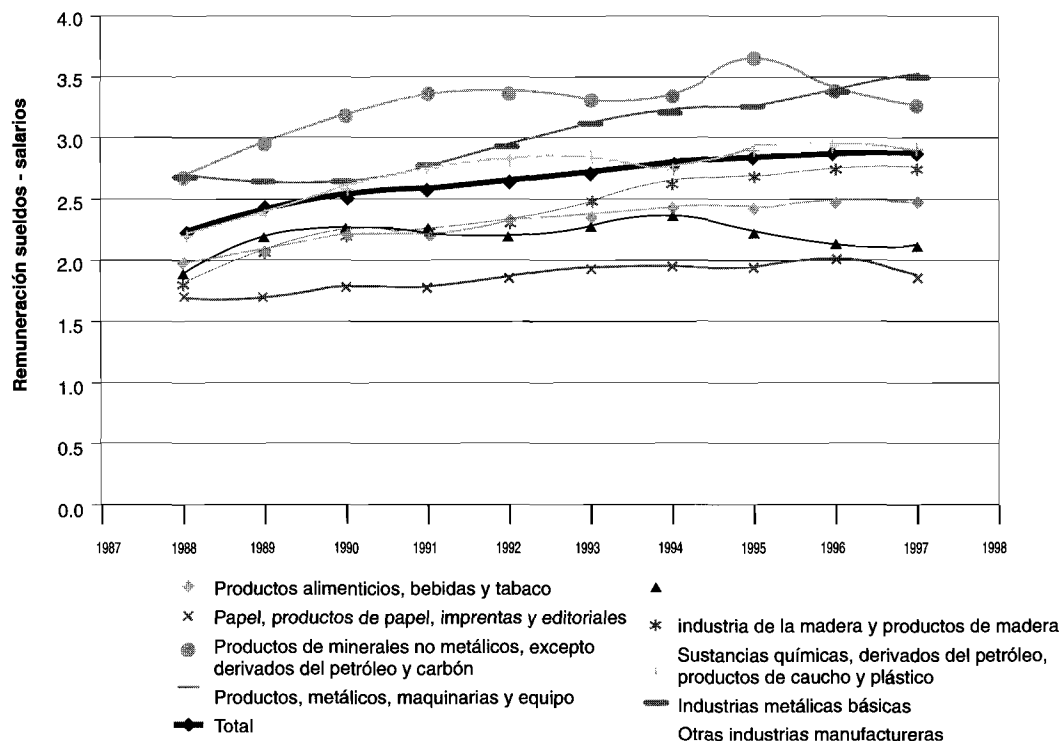
Nota: Remuneraciones medias del sector como fracción de la remuneración promedio de la economía.

Fuente: INEGI, Cuentas Nacionales.

cuadro 4 junto con el desempeño del producto y la productividad durante y después de la crisis (1993-97). Como se ve en el cuadro, la fuerte reducción del empleo manufacturero ante una tasa más bien lenta de crecimiento del producto (4,2% al año), involucró una tasa muy rápida de aumento de la productividad bruta laboral (6,0% anual).

Segundo, el mercado de trabajo a fines de los ochenta y principios de los noventa se distinguió por una mayor desigualdad en los salarios. El gráfico 2 muestra el deterioro desde 1988 de los ingresos laborales relativos de los sectores de salarios bajos (agricultura, construcción, comercio y servicios con salarios por debajo del promedio de la economía). La desigualdad salarial también aumentó al interior de los sectores a medida que el diferencial de salarios entre obreros calificados y no calificados se elevó. El gráfico 3 ilustra la tendencia creciente de

Gráfico 3
México: Relación sueldos-salarios en la industria manufacturera, 1988-97



Fuente: INEGI, Cuentas Nacionales.

los ingresos de los empleados en relación con los obreros en todas las industrias manufactureras. El cuadro 3 ilustra la redistribución entre los ingresos de la mano de obra calificada y no calificada que se dio entre 1988 y 1994. Otros estudios documentan el incremento en la dispersión salarial y muestran que éste se basa en su mayor parte en el aumento de los ingresos de mano de obra calificada respecto de la no calificada (Hanson y Harrison, 1995; Cragg y Epelbaum, 1996; Alarcón y McKinley, 1997). Como resultado de estas tendencias, el coeficiente Gini de desigualdad del ingreso laboral aumenta de 0,46 en 1989, a 0,49 en 1992, y a 0,53 en 1994 (Lustig y Székely, 1998, basado en encuestas de ingresos y gastos de hogares). El aumento en la desigualdad del ingreso laboral es, a su vez, el factor más importante detrás del empeoramiento de la distribución del ingreso durante el mismo período (Ros y Lustig, 1999).

Estas tendencias características pueden ser explicadas como consecuencias de la competencia más intensa de las importaciones, que resultó de la liberalización del comercio y de la sobrevaluación real del peso, aceleró el ritmo de cambio

tecnológico y redujo la demanda de trabajadores no calificados en las manufacturas. Esta hipótesis puede ser elaborada en el marco de un modelo de dos sectores (comerciables y no comerciables) en el cual los bienes comerciables son producidos bajo competencia imperfecta, la mano de obra no calificada es el factor variable y la mano de obra calificada, complementaria al capital físico, es básicamente fija en el corto plazo. La liberalización comercial comportó una competencia mayor en el mercado interno y aumentó la proporción de importaciones en la demanda agregada. Al mismo tiempo, el valor real del peso subió como resultado de las entradas de capital, la mayor demanda de no comerciables y la política cambiaria que se siguió. Como resultado de esta mayor competencia y de la apreciación real, el margen de utilidad sobre los costos marginales en los sectores de bienes importables bajó. La reducción de las utilidades se muestra en el cuadro 3: la participación de los ingresos de la propiedad disminuyó continuamente entre 1988 y 1994, con un descenso acumulado de 7 puntos porcentuales. El impacto de la reducción de las utilidades fue muy diferente entre sectores, con una gran redistribución desde los bienes comerciables a los no comerciables. El menor margen de utilidad tuvo un efecto negativo sobre el empleo, que se concentró en la mano de obra no calificada, ya que éste es el factor variable que las firmas pueden ajustar en el corto plazo. De ahí la tendencia a sustituir mano de obra no calificada que se observa en los datos de empleo industrial.

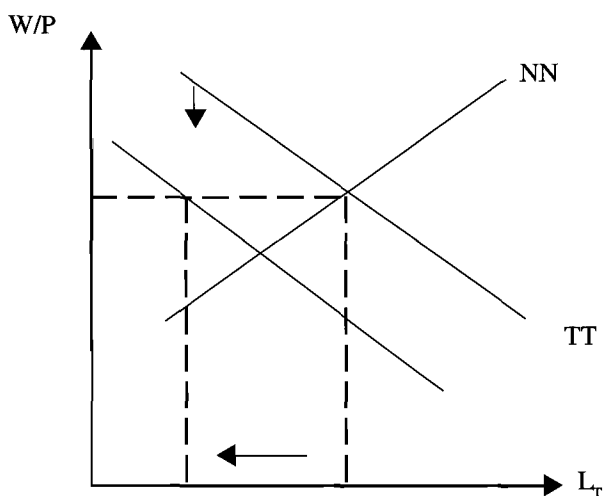
El gráfico 4 muestra la determinación del salario real y del nivel de empleo en el sector de bienes importables en la intersección de dos curvas. La curva NN es un locus del equilibrio en los mercados de mano de obra no calificada y de bienes no comerciables (que usan mano de obra no calificada de manera más intensiva). Esta curva tiene pendiente positiva: un aumento del empleo en el sector de bienes importables (L_T) reduce la oferta de mano de obra al sector de bienes no comerciables e incrementa el salario real. La curva TT es un locus del equilibrio en el mercado de bienes importables. Tiene pendiente negativa, ya que un aumento en el salario eleva los costos y los precios en este sector y eso reduce la demanda de los importables (en beneficio de los bienes importados y no comerciables).

El aumento de los flujos de capital generó una expansión en la demanda de bienes no comerciables, lo cual mueve la curva NN hacia arriba, aumentando el salario real (W/P) y reduciendo el empleo (L_T) en los sectores de bienes comerciables. Al mismo tiempo, los efectos de la liberalización comercial y la sobrevaluación de la moneda sobre los mercados de bienes y trabajo operaron a través de tres canales.

Primero, el precio relativo de los bienes importados cayó, desplazando TT hacia abajo. En el corto plazo, la producción y el empleo en el sector de bienes importables caen. Con los salarios nominales dados en el sector de bienes

Gráfico 4

Flujos financieros, tipo de cambio, salario y empleo



importables, el ajuste involucra una expansión del empleo en el sector de bienes no comerciables. El mayor empleo ahí reduce la productividad y los salarios. Esto abre una brecha entre los salarios de la mano de obra no calificada en ambos sectores, que se observa en la creciente desigualdad salarial entre los sectores de salarios bajos y altos (véase el gráfico 2). Eventualmente, la presión hacia abajo sobre los salarios reales en el sector de bienes importables tiende a reducir el salario de la mano de obra no calificada en ese sector, generando un aumento intrasectorial en la prima salarial de la mano de obra calificada. Las reducciones de los costos y precios relativos en el sector de bienes importables tienden a restablecer los precios relativos iniciales, moviendo la curva TT hacia arriba. Sin embargo, aún si los precios relativos iniciales son restablecidos en el largo plazo, el desplazamiento de la producción local por bienes importados puede tener efectos de histéresis que lleven a un aumento permanente en la participación de las importaciones en el mercado nacional. A través de este segundo canal, el movimiento hacia abajo de la curva TT es permanente y tiene efectos duraderos sobre el empleo y los salarios reales en los sectores de bienes importables y no comerciables. Estos efectos de histéresis son la consecuencia de la apreciación real de la moneda bajo la cual la liberalización del comercio tiene lugar.

Finalmente, la competencia más intensa en los mercados locales lleva a un aumento en la elasticidad-precio de la demanda para los productores de importables.

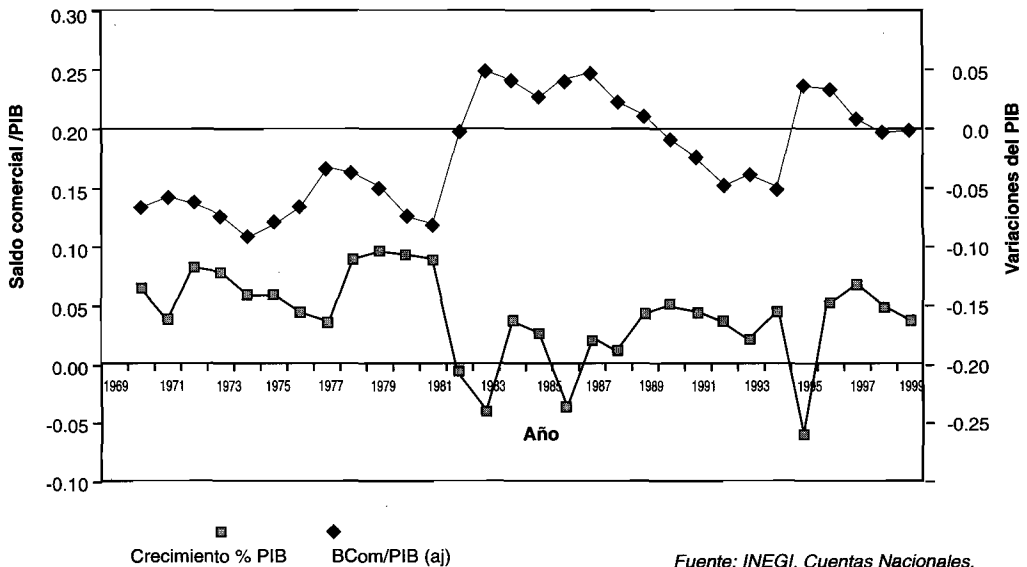
La mayor elasticidad- precio reduce los márgenes de utilidad de las firmas en el sector. Esto tiene dos consecuencias. Primero, provoca una caída en el precio de los importables locales respecto de los no comerciables y bienes importados. Esto aumenta la demanda de los importables y mueve la curva TT hacia arriba. El segundo efecto es la caída en la rentabilidad, que tiende a reducir las inversiones en el sector de bienes importables y tiene efectos negativos de largo plazo sobre el empleo. Este segundo efecto -junto con los efectos de corto y largo plazo de la penetración de las importaciones mencionados arriba- parecen haber dominado claramente la experiencia mexicana.

La sobrevaluación de la moneda también tiene efectos adversos sobre la inversión *agregada*, en la medida en que el aumento de la rentabilidad en los sectores de bienes no comerciables fue menor que la reducción de la rentabilidad en los sectores de bienes comerciables (como se muestra en el cuadro 3, la participación total de las utilidades en el ingreso cayó). Junto con los efectos de la reducción de las utilidades sobre la tasa de ahorro (al afectar negativamente los ingresos de sectores con tasas de ahorro relativamente altas), estos efectos adversos sobre la inversión explican por qué la rápida expansión del crédito bancario que acompañó las entradas de capital acabó por alimentar un auge del consumo. Como se muestra en el cuadro 3, de 1988 a 1994 la brecha entre la inversión privada y el ahorro creció en 6,2 puntos porcentuales del PIB y este incremento se explica totalmente por el desplome del ahorro privado (6,1 puntos del PIB) más que por un cambio significativo de las tasas de inversión.

Volvamos al gráfico 1. El tipo de *shock* “positivo” al cual la economía mexicana estuvo sujeta a principios de los noventa tuvo el efecto de reducir la tasa de interés real y de apreciar el valor real de la moneda. A medida que el valor real del peso se aprecia a lo largo de la curva IX el déficit de la cuenta corriente aumenta. Por lo tanto, en el punto 2, un importante déficit corriente ha emergido, exacerbado por los efectos de las entradas de capital sobre el ahorro privado interno. De ahí en adelante, la acumulación de pasivos externos resultante debería haber generado una presión hacia arriba sobre la tasa de ahorro nacional (y/o una reducción en la tasa de inversión interna), mientras que las expectativas de depreciación generarían un incremento en la tasa de interés real. El exceso de oferta resultante de bienes no comerciables tendería, pues, en una economía de precios flexibles, a aumentar los precios relativos de los bienes comerciables y a corregir a través del tiempo el déficit de la cuenta corriente. En este proceso la curva IX se mueve hacia arriba produciendo una depreciación real. A medida que las expectativas de depreciación caen con la brecha cada vez menor entre la tasa de cambio real actual y la de largo plazo, la trayectoria de la economía también se caracteriza por una reducción en las tasas de interés internas.

Este mecanismo de corrección de la cuenta corriente y de reasignación de recursos no operará si el exceso de oferta de bienes no lleva a una reducción del precio relativo de los bienes no comerciables. En este caso, el exceso ex-ante de ahorro sobre inversión lleva a un ajuste del producto hacia abajo. Este ajuste del PIB puede verse como un movimiento hacia abajo de la curva IX, que impide la corrección de la tasa de cambio real y la caída de las expectativas de depreciación (y por lo tanto la reducción de las tasas de interés). La sobrevaluación de la moneda persiste y los abultados déficits de la cuenta corriente permanecen, aun cuando la economía está desacelerándose.

Gráfico 5
México: Balanza comercial y crecimiento del PIB, 1970-99



Fuente: INEGI, Cuentas Nacionales.

Esa es la trayectoria real que la economía siguió: el crecimiento se hizo más lento en 1992 y se desaceleró sustancialmente en 1993. Como se ve en el gráfico 5, déficits en cuenta corriente récord emergen en medio de un lento crecimiento y persisten con capacidad subutilizada. Mientras que en el pasado déficit en cuenta corriente del orden de 7-8% del PIB eran una característica excepcional en períodos de expansión económica muy rápida (con tasas de crecimiento del PIB por encima del 7%), a principios de los noventa estos grandes déficits aparecieron en una economía semi paralizada y no mostraban signos de revertirse a medida que el crecimiento se desaceleraba en 1992 y 1993.¹¹

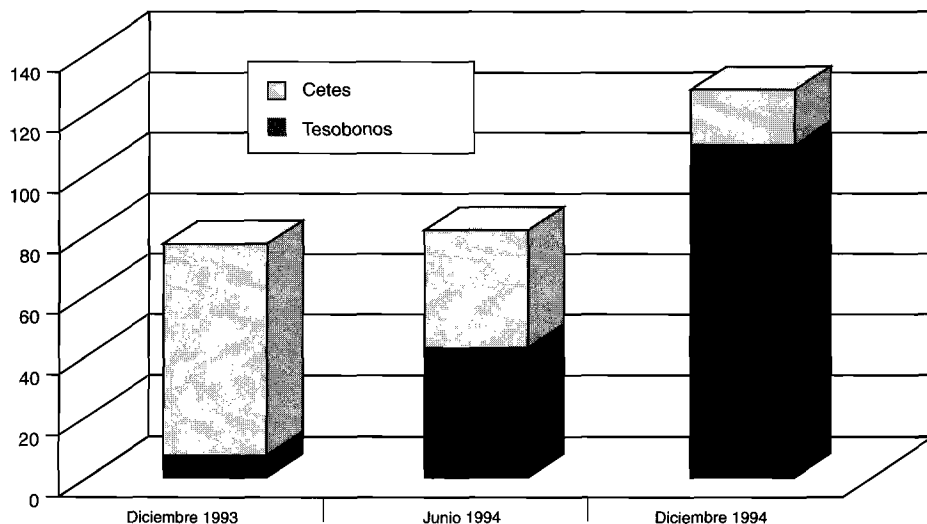
11 Para una discusión más completa, véanse Ros (1994b) y Lustig y Ros (1998).

c) Fragilidad financiera y el deterioro de los balances de los bancos

En los mercados financieros, las implicaciones de esta trayectoria fueron que la continua acumulación de obligaciones externas eventualmente causarían que la curva FM se desplazase hacia arriba, presionando aún más la tasa de interés (a un valor dado de la tasa de cambio real, ya que la curva IX ahora se mueve hacia abajo endógenamente con el nivel del producto). Como ya se comentó, este incremento en las tasas de interés fue inicialmente impedido por las compras del acervo de bonos del gobierno por parte de inversionistas extranjeros a inversionistas locales. Más tarde, en 1994, otros tres procesos permitieron mantener bajo el servicio de la deuda pública. Los tres son consecuencia de la desaceleración de las entradas de capital que tiene lugar a medida que los inversionistas extranjeros, ya los mayores tenedores de títulos públicos a corto plazo a fines de 1993, se vuelven más y más temerosos de la capacidad del gobierno de mantener su política cambiaria.

El primer proceso, que comienza de lleno al principio de 1994 y que se acelera con el asesinato del candidato presidencial del PRI en marzo de ese año, es la dolarización del acervo de deuda pública interna con la conversión de los CETES (denominados en pesos) en bonos de corto plazo en dólares (Tesobonos, véase el gráfico 6). Este proceso se puede ver como uno a través del cual la posición del

Gráfico 6
Deuda de corto plazo del gobierno de México, 1993-94
(miles de millones de nuevos pesos)



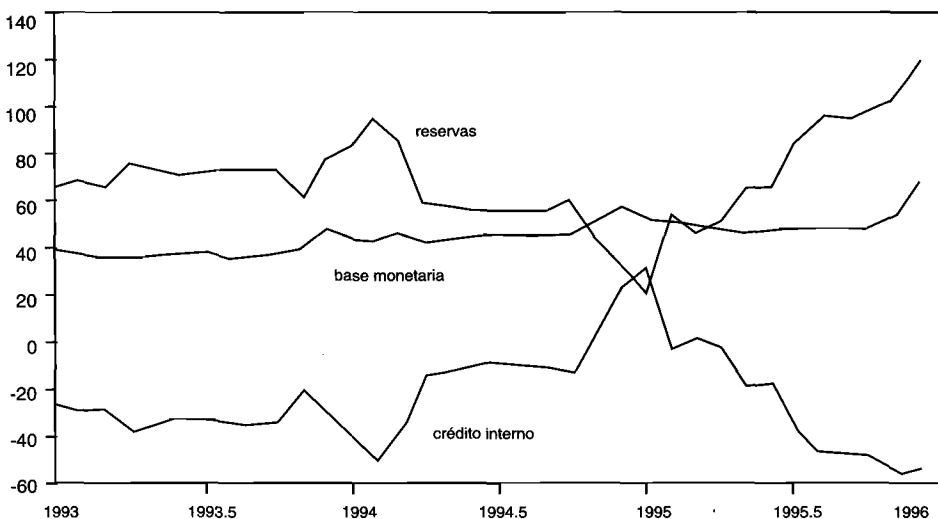
Fuente: Banco Mundial, basado en Indicadores Económicos; Banco de México.

inversionista al margen entre CETES y Tesobonos cambia y esto impide incrementos aún mayores en la tasa sobre los CETES.

El segundo es el acortamiento de los plazos promedio de los bonos del gobierno, ya que la dolarización de la deuda no sólo involucra a los bonos de corto plazo del Tesoro en pesos, sino también títulos en pesos con plazos más largos. Estos bonos de largo plazo (Bondes y los Ajustabonos indexados) también se convierten en Tesobonos (es por ello que en el gráfico 6 el acervo de Tesobonos en diciembre es mayor que el acervo de CETES un año antes). El resultado es una caída constante en los plazos promedio de la deuda de un valor máximo de 306 días en abril de 1994 a 206 días en diciembre de 1994. Una consecuencia del acortamiento del plazo promedio de la deuda es el gran monto de la deuda (CETES y Tesobonos) que vencía en 1995. En el caso de los Tesobonos, 28.600 millones de dólares vencían durante 1995, de los cuales 35% en el primer trimestre (Cole y Kehoe, 1996; Ibarra, 1997).

El tercer proceso involucra la decisión del Banco Central de esterilizar los efectos de las pérdidas de reservas sobre la masa monetaria. La pérdida de reservas internacionales tomó la forma de ataques especulativos masivos (especialmente en marzo de 1994 al momento del asesinato de Colosio) y también de un proceso más gradual durante la segunda mitad de 1994, como resultado de un déficit de cuenta corriente persistentemente grande frente a la desaceleración de las entradas

Gráfico 7
Base monetaria y sus componentes: 1993-96
(miles de millones de nuevos pesos)



Fuente: Atkeson y Ríos-Rull (1996), basado en Banco de México, *Indicadores Económicos*.

de capitales. La esterilización de las pérdidas de reservas impidieron que la masa monetaria se redujera y contribuyó a mantener las tasas de interés relativamente bajas. El gráfico 7, usado por el Banco de México para justificar sus decisiones, ilustra la expansión del crédito interno por parte del Banco (drástico en marzo de 1994, y más gradual en la segunda mitad de 1994) que esta política de esterilización involucró.

¿Por qué escogió el gobierno este curso de acción, dados los riesgos que comportaba? Abordamos esta pregunta en la próxima sección. Aquí vale la pena notar que parte de la respuesta tiene que ver con otro grupo de problemas que las entradas de capital crearon: el aumento en la vulnerabilidad de un sistema bancario recientemente privatizado. Directamente (a través de depósitos bancarios efectuados por extranjeros) o indirectamente —a través de la sustitución, en las carteras de residentes, de activos financieros no bancarios que fueron vendidos a extranjeros, por obligaciones de los bancos comerciales— una fracción sustancial de las entradas de capital fue intermediada por bancos comerciales. Trigueros (1998) estima que cerca del 60% de las entradas de capital tuvo destinos finales que los bancos nacionales decidieron. Como resultado de la intermediación de los flujos de capital, el crédito bancario al sector privado no-financiero se multiplicó por 3,5 entre fines de 1989 y de 1994.

El crédito fue mal asignado -en parte como consecuencia inevitable de la magnitud de la expansión y en parte debido a los efectos adversos de la reducción de las utilidades sobre la inversión y el hecho de que la demanda de bienes durables de consumo había estado reprimida por casi una década- lo que resultó en un desbalance entre el financiamiento del consumo y de la inversión así como el deterioro de los balances de los bancos. Trigueros (1998) ilustra la mala asignación del crédito. La magnitud del desequilibrio entre el financiamiento del consumo y el de la inversión está revelada en el hecho de que el crédito a los hogares creció desde 9,6% del total del crédito en diciembre de 1989 a 26,7% en noviembre de 1994. El deterioro de los balances de los bancos es revelado por el incremento de la cartera vencida, que se elevó desde un monto insignificante a alrededor de 9% de la cartera bancaria en 1994. Al mismo tiempo, las obligaciones bancarias en dólares se expandieron rápidamente: los depósitos en moneda extranjera (más que nada en los bancos comerciales) captaron cerca de un cuarto de las entradas de capital entre comienzos de 1990 y el tercer trimestre de 1994. Esta expansión, junto con el hecho de que las fuentes de divisas necesarias para el servicio de las obligaciones de la banca comercial en moneda dura no estaban siendo creadas, generaron una vulnerabilidad ante modificaciones en la tasa de cambio, lo que tuvo consecuencias dramáticas después de la devaluación de diciembre de 1994.

3. La crisis: ¿cambiaria, bancaria, o de deuda?

Como ya se ha sugerido, era probable que la trayectoria que la economía había seguido desde mucho antes de las convulsiones de 1994 llevara, tarde o temprano, a una desaceleración en las entradas de capitales. La desaceleración llegó en 1994 y, dados los acontecimientos políticos de ese año, tomó parcialmente la forma de una serie de ataques especulativos asociados a esos acontecimientos. El gobierno esencialmente se enfrentó entonces a tres opciones: i) un “temprano” (aunque ya atrasado en 1994) ajuste cambiario a través de pasar a un régimen de flotación, adoptar una devaluación discreta o un ritmo de depreciación mayor del techo de la banda cambiaria; ii) una contracción monetaria como resultado de pérdidas de reservas no esterilizadas, llevando a grandes incrementos en las tasas de interés; iii) una expansión del crédito interno para esterilizar los efectos de las pérdidas de reservas sobre la base monetaria y la dolarización de la deuda interna para detener la fuga de capitales e impedir incrementos adicionales en las tasas de interés.

Probablemente, la primera opción fue considerada innecesaria y además de dar una señal equivocada respecto del compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios (elevada recientemente, junto con una autonomía mayor, a ser el único objetivo del Banco Central). La segunda opción fue descartada, probablemente por miedo del Banco Central a que esa contracción monetaria detonara una crisis financiera de proporciones mayores. Dado el tamaño del ataque especulativo de marzo de 1994 (con una pérdida de un tercio de las reservas internacionales), a pesar de que las reservas en aquel momento habían sido mayores que la base monetaria, y el deterioro de la cartera del sistema bancario que se debía a la anterior expansión excesiva del crédito, la posibilidad de una crisis bancaria de significación era sin duda una causa real de preocupación.

Otra razón importante por la cual se adoptó la tercera opción fue la suposición de que la desaceleración de las entradas de capital era temporal y reversible. La desaceleración no se veía como el principio de un proceso de ajuste macroeconómico que, para llevarse a cabo más o menos suavemente, requería un cambio en la política cambiaria. Un factor importante detrás de esas percepciones fue que los que decidían la política económica, y por un tiempo también muchos participantes de los mercados financieros juzgaron, incorrectamente, el deterioro de los fundamentos reales de la economía mexicana que había tenido lugar desde mucho antes de los eventos políticos y los difíciles dilemas de política de 1994 (véase la sección 2). Las pérdidas de reservas que resultaron de las corridas contra el peso en enero y luego en marzo, al momento del asesinato de Colosio, parecían ser para ellos eventos aislados que habían desviado desafortunadamente, pero temporalmente, una situación sana. Además, las decisiones de esterilización y de

manejo de la deuda lograron por un tiempo sus objetivos de detener la fuga de capitales y de aliviar la presión sobre las tasas de interés internas. A partir de julio, las tasas de interés internas cayeron, y de abril a mediados de noviembre no hubo más caídas dramáticas de las reservas internacionales. Sin embargo, se registró una pérdida gradual y continua de reservas, ya que la desaceleración de las entradas de capital persistió y el elevado déficit de cuenta corriente se financió a base de gastar las reservas.

a) *La crisis cambiaria*

Las interpretaciones de la crisis mexicana caen dentro de varias categorías. Una primera distinción se puede hacer entre una “interpretación de desequilibrio”, que hace énfasis en los “desequilibrios reales” (la sobrevaluación real y un déficit de cuenta corriente insostenible) y la “interpretación de ataque especulativo de equilibrio”, que da preeminencia al crecimiento excesivo del crédito interno que causó que las reservas cayeran hasta el colapso del régimen cambiario.¹² Si se le fuerza a elegir entre estas dos interpretaciones, la nuestra cae dentro de la hipótesis de “desequilibrios reales”. Esto es así en el sentido que el déficit de cuenta corriente seguía claramente una trayectoria insostenible y su corrección requería, tarde o temprano, un importante reajuste cambiario. Entre 1989 y 1993, el déficit de cuenta corriente (excluyendo el servicio de intereses de la deuda) promedió 31,7% de las exportaciones. Dada una tasa de crecimiento de las exportaciones de 8,7% al año (el promedio de 1989-93), Dadush et al. (1994) estiman que la relación de obligaciones externas a exportaciones se estabilizaría eventualmente en 3,6. Ros (1994a y 1994b) llega a conclusiones similares. El Banco Mundial clasifica a un país como severamente endeudado si la deuda es mayor que el 220% de las exportaciones u 80% del PIB. Ya que este número está muy por debajo de la razón

(12) Véase Sachs, Tornell y Velasco (1996) sobre esta distinción. Sobre la primera interpretación véanse Dornbusch y Werner (1994) y Dornbusch et. al (1996) que explican la apreciación real del peso como el resultado del programa de estabilización basado en el ancla cambiaria junto con ajustes de precios lentos; Ros (1994b, 1995) y Lustig y Ros (1998) comentan en detalle la “enfermedad mexicana,” es decir, la insostenibilidad de las políticas cambiaria y comercial, y la mala asignación de recursos que acompañó a las entradas de capital y llevó a un desplome del ahorro privado y a déficit en cuenta corriente insostenibles; Atkeson y Ríos-Rull (1996) arguyen que México se enfrentó a una restricción del crédito a principios de 1994 después del colapso del ahorro interno en los años anteriores. Sobre la segunda interpretación, que hace énfasis en la inconsistencia entre la tasa de cambio y la política monetaria, generada por la política del Banco Central de esterilizar las pérdidas de reservas provocadas por la desaceleración de las entradas de capital, véanse Sachs, Tornell y Velasco (1995) y Calvo y Mendoza (1996). El modelo estándar de ataques especulativos es Krugman (1979); más adelante comentaremos sobre generaciones posteriores de modelos de ataques especulativos. Muchas de estas interpretaciones van más allá de los eventos que llevaron a la devaluación de diciembre de 1994, ofreciendo hipótesis sobre la crisis que siguió a la devaluación. Aquí, por el momento, las consideramos como interpretaciones de los mecanismos económicos que llevaron a la devaluación.

de 3.6, es poco probable que los inversionistas extranjeros hubieran estado dispuestos a financiar una trayectoria que lleva a niveles tan altos de deuda. Esto sugiere, pues, que mucho antes de alcanzarse una relación deuda-exportaciones estable, la economía mexicana se enfrentaría a problemas serios de deuda y de balanza de pagos.¹³

Se argüirá, correctamente, que la presencia de desequilibrios reales no es suficiente para explicar la crisis cambiaria, mucho menos el momento en que ocurrió. ¿Qué habría sucedido, por ejemplo, si el Banco Central hubiera elegido no financiar el déficit de balanza de pagos con sus reservas durante la mayor parte de 1994? Antes de analizar esta pregunta, vale la pena presentar una distinción más entre tres tipos diferentes de modelos de crisis de balanza de pagos, esta vez dentro de la hipótesis de “ataque especulativo” (Krugman, 1999). Los modelos fundamentalistas o de primera generación, à la Krugman (1979) y Flood y Garber (1984), se basan en la inconsistencia entre un tipo de cambio fijo y una política monetaria y fiscal expansionista. Forzado a monetizar el déficit, el Banco Central defiende la tasa de cambio a través de perder reservas gradualmente. Esta inconsistencia es percibida por los especuladores y lleva a un ataque especulativo y al colapso de la tasa de cambio. Estos modelos son “fundamentalistas” en el sentido de que el origen de la crisis tiene que ver con fundamentos equivocados, en este caso la inconsistencia entre la tasa de expansión del crédito interno y el régimen cambiario.

Los modelos de segunda generación hacen la política económica endógena (al introducir costos y beneficios de la devaluación) y, en contraste con los anteriores, los ataques especulativos pueden darse aún sin problemas “fundamentales” (Obstfeld, 1986). La razón es que la endogeneidad de la política económica introduce un elemento de indeterminación y de profecía auto-cumplida: un gobierno puede tener el deseo de continuar defendiendo la tasa de cambio (y seguir una política monetaria consistente con este objetivo) si no hay ataques especulativos pero preferiría cambiar a un régimen de tipo de cambio flexible si un ataque especulativo lo fuerza a enfrentarse a la alternativa de la contracción monetaria. El sector privado está en equilibrio en ambos casos y así existen equilibrios múltiples (dentro de un rango de costos y beneficios de defender la tasa de cambio). Cambios en expectativas que se autocumplen, pues, pueden mover a la economía de un equilibrio al otro. La crisis de la libra esterlina y otras monedas europeas en 1992 se ha argumentado, cabe dentro de este marco (Obstfeld, 1994). Sachs et al. (1996) aplican una variante de este argumento a la devaluación

(13) Por supuesto, la razón de 3.6 de pasivos externos a exportaciones no sólo incluye deuda sino también otras formas de inversión extranjera. Este matiz reduce en poco, sin embargo, el juicio de la vulnerabilidad de México, ya que la mayor parte de esas inversiones había estado tomando la forma de flujos de cartera altamente líquidos y volátiles con una tasa de retorno frecuentemente mayor que la de la deuda externa.

mexicana de 1994 (véase más adelante). Finalmente, los recientes modelos de tercera generación, inspirados por la crisis asiática, hacen énfasis en los problemas bancarios y en los préstamos e inversiones animadas por el riesgo moral (Krugman, 1999). Calvo y Mendoza (1996) traen elementos de este enfoque a su interpretación de la crisis mexicana.

Aunque los nexos con la crisis mexicana no están enteramente ausentes, ninguno de estos puntos de vista se ajusta suficientemente bien a la experiencia mexicana. La inconsistencia entre la política cambiaria y una política monetaria que esterilizaba las pérdidas de reservas era ciertamente, como hemos visto, una característica de la política económica en 1994. Las pérdidas de reservas, sin embargo, eran el resultado de los propios ataques especulativos y no, como en el modelo de Krugman, de un déficit fiscal financiado con la expansión del crédito del Banco Central que lleva a un ataque especulativo. Tratar de entender la crisis con un modelo así deja sin explicar lo que esos modelos se proponen explicar (el ataque especulativo). Ciertamente, la pérdida gradual de reservas durante la segunda mitad del año, que resultó de la desaceleración de las entradas de capital ante un inmenso déficit en cuenta corriente, fue convalidada por la política de esterilización que se siguió durante el año. Aquí también, sin embargo, los modelos de primera generación son poco útiles para explicar por qué el Banco Central siguió este curso de acción: no había un déficit fiscal para dar cuenta de la expansión del crédito interno. En su lugar, había un inmenso déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una desaceleración de las entradas de capital.

¿Por qué, entonces, con este trasfondo, convalidó el Banco Central las pérdidas de reservas en vez de adoptar una política monetaria contraccionista para reducir el déficit corriente y/o incrementar el superávit de la cuenta de capitales? Es dudoso que tal política hubiera impedido nuevos ataques especulativos y el colapso eventual de la tasa de cambio, aun en un horizonte temporal corto. Es interesante que las razones de ello tienen que ver con los modelos más tardíos (de segunda y tercera generación) pero de manera más bien sutil. La primera razón, como se argumentó antes, es la perspectiva de una severa crisis bancaria en un escenario de este tipo. Ello significa que los problemas bancarios tuvieron un papel importante en los procesos que llevaron a la devaluación, como en los modelos recientes que se inspiran en la crisis asiática. Esto, sin embargo, no es porque la crisis cambiaria fuera un derivado de una corrida bancaria causada por percepciones de insolvencia o porque garantías gubernamentales y riesgo moral generaran malos préstamos y un déficit fiscal oculto. Los problemas bancarios eran importantes porque la fragilidad del sistema, que resultaba de la naturaleza de las mismas entradas de capital, tuvo influencia en las decisiones de las autoridades de esterilizar las pérdidas de reservas y dolarizar la deuda interna.

La segunda razón se refiere a otros altos costos de una política monetaria contraccionista. El hecho de que el régimen de tasa de cambio fuera eventualmente abandonado, revela un conflicto creciente entre la estabilidad cambiaria y otros objetivos de la política económica (incluyendo el empleo y el crecimiento). Revela, en verdad, que los costos, en la percepción del gobierno, de no devaluar eventualmente se hicieron demasiado altos. Ibarra (1997) aplica este razonamiento para explicar por qué el abandono de la política cambiaria ocurrió precisamente en el momento del cambio de gobierno en diciembre de 1994 cuando los costos de devaluar (tales como la pérdida de reputación) podían ser minimizados. Además, dados los altos costos que implicaba, la adopción de una política monetaria restrictiva hubiera tenido poca credibilidad entre los inversionistas. Altas tasas de interés son frecuentemente el preludio de un ataque especulativo, precisamente porque indican a los especuladores los altos costos de defender el tipo de cambio.

La endogeneidad de la política económica, en la que hacen énfasis los modelos de “segunda generación” de crisis cambiarias, es por lo tanto claramente relevante en la experiencia mexicana. Esto no quiere decir, sin embargo, que la endogeneidad de la política económica necesariamente generara equilibrios múltiples, como lo sostienen Sachs et al. (1996). En ese trabajo, los equilibrios múltiples se generan cuando un nivel suficientemente alto (pero no demasiado) de deuda pública genera credibilidad parcial en el tipo de cambio fijo. El incentivo para devaluar de parte del gobierno depende, pues, de expectativas de devaluación que se autocumplen: si éstas son bajas, las tasas de interés permiten que el servicio de la deuda siga siendo pagado sin devaluar; si son altas, crean un incentivo muy fuerte para que el gobierno reduzca el valor real de su deuda total a través de una devaluación. La interdependencia entre la política cambiaria y las expectativas de devaluación abre las puertas a resultados que se autocumplen.

Este argumento tiene dos características poco satisfactorias. Primero, la devaluación difícilmente podía reducir el valor real de la deuda, que para ese entonces ya estaba en su mayor parte en dólares o en bonos indexados al dólar. Es dudoso, pues, que esto haya podido actuar como un incentivo para devaluar y, por lo tanto, los incentivos para la acción del gobierno el 20 de diciembre tienen que buscarse en otras partes. Segundo, el argumento descuida los efectos que el cambio de gobierno probablemente tuvo sobre los costos netos de devaluar. Como lo argumenta Ibarra (1997), la reducción de esos costos -como los percibía la nueva administración, que podía atribuir al gobierno anterior la necesidad del cambio de política- probablemente fue un factor importante en la determinación del momento de la devaluación. Si es así -y así lo creo- no necesitamos un modelo con equilibrios múltiples para explicar la crisis cambiaria. Es muy probable que el cambio en la percepción de los costos de devaluación movieron a la economía de una situación

en la cual había suficiente credibilidad en el tipo de cambio para que sólo un equilibrio existiera (nadie creía que, en vísperas del cambio de administración, el gobierno que terminaba devaluaría) a uno en que el compromiso del nuevo gobierno de continuar con la misma política cambiaria tenía tan poca credibilidad, dados los costos de mantener la política, que nuevamente un solo 'equilibrio' (devaluación) existía.

Todo esto sugiere que un modelo híbrido -en el cual disyuntivas de política que empeoraban y percepciones cambiantes de los costos de devaluación interactúan sobre un trasfondo de 'desequilibrios reales', un gran déficit de cuenta corriente y una desaceleración de las entradas de capital- es probablemente el enfoque más útil para entender por qué la devaluación de diciembre de 1994 tuvo lugar en ese momento. Desde este punto de vista, la presencia de problemas bancarios, junto con la confianza respecto del curso futuro de las entradas de capitales, influenciaron decisivamente en 1994 las decisiones de manejo monetario y de la deuda. A medida que la estrategia de dolarización de la deuda para evitar la adopción de una política monetaria restrictiva gastó sus últimos cartuchos -con la conversión de prácticamente toda la deuda en CETES que existía a finales de 1993 en Tesobonos hacia diciembre de 1994 (véase el gráfico 6)- y las entradas de capital no se recobran lo suficiente, el cambio de gobierno que tiene lugar en diciembre modifica abruptamente los costos de devaluación percibidos.

b) La crisis de la deuda

Hasta ahora nos hemos concentrado en las acciones de política y en los eventos que llevaron a la devaluación. Entender la crisis cambiaria, sin embargo, no es más que la mitad de la historia, ya que la crisis mexicana fue más que una crisis del tipo de cambio. Para entender la otra mitad de la historia, los argumentos de múltiples equilibrios se vuelven mucho más relevantes que para entender la primera mitad.

Veamos primero los eventos. Desde noviembre de 1991 la paridad peso-dólar había fluctuado dentro de una banda con piso fijo y deslizamiento del techo (con una reptación diaria de 0,04 centavo de peso desde octubre de 1992). Después de una depreciación dentro de la banda de alrededor de 10% a lo largo de 1994, el techo de la banda fue aumentado en 15% el 20 de diciembre de 1994. El anuncio del nuevo techo de la banda cambiaria llevó el valor del dólar a este techo de 4 pesos inmediatamente y se estima que en el curso de dos días 5 mil de millones de dólares dejaron el país. El Banco Central decidió entonces retirarse del mercado cambiario. A ello siguió una rápida y sustancial depreciación de la moneda: la paridad del dólar pasó de 4 pesos el 20 de diciembre a 6,35 el 30 de enero y 7,55

el 9 de marzo, cuando finalmente un programa económico de emergencia para 1995 detuvo la caída. Además, ventas de pánico de deuda pública hicieron que la prima de riesgo de los Tesobonos (el diferencial de tasa de interés entre los Tesobonos y los bonos del Tesoro estadounidense) subiera de menos de dos puntos porcentuales, antes de la devaluación, a cinco puntos a fines de diciembre y a veinte puntos al final de enero de 1995 (Cole y Kehoe, 1996; Ibarra, 1997). El 27 de diciembre, una subasta de refinanciamiento de Tesobonos tuvo que ser cancelada porque los inversionistas ya no estaban dispuestos a mantener esas obligaciones a tasas de interés aceptables para las autoridades mexicanas. En el mercado accionario es probable que algunos de los inversionistas que tenían sus fondos invertidos en pesos interpretaran la devaluación como un rompimiento de contrato. Su reacción inmediata fue retirar el capital tan pronto como fuera posible. En cualquier caso, hacia la segunda semana de enero, México estaba al borde de una moratoria y los mercados financieros de América Latina y de otras regiones empezaron a verse afectadas de una manera creciente y ominosa.

En suma, el colapso del peso rápidamente degeneró en una crisis de deuda. ¿Por qué un gobierno que había reducido sustancialmente sus obligaciones internas y externas desde 1990 fue incapaz de refinanciar su deuda durante diciembre de 1994 y enero de 1995? ¿Por qué fue eventualmente necesario un paquete de rescate de alrededor de 50 mil millones de dólares para detener el colapso del peso?

La respuesta a estas preguntas es que los temores de moratoria se multiplicaron en un momento en que las reservas que quedaban en el Banco Central estaban en un nivel muy bajo al momento de dejar flotar el peso, mientras que la deuda a corto plazo, particularmente los Tesobonos atados al dólar que vencían durante 1995, estaba en niveles muy altos. Además, la dolarización de la deuda significaba que la devaluación no hizo nada para reducir la alta relación de Tesobonos a reservas (mientras que aumentaba el valor real en pesos de la deuda en dólares). A través de simples cálculos aritméticos, los inversionistas vieron que los pagos que vencían en 1995 (estimados en alrededor de 50 mil millones de dólares, suponiendo que la mayor parte de la deuda de corto plazo no sería refinanciada) eran mucho mayores que los recursos disponibles estimados: las reservas internacionales en el Banco de México eran de alrededor de 6 mil millones de dólares. Cada inversionista puede haber estado dispuesto a renovar sus tenencias de deuda mexicana a corto plazo si todos los demás lo hacían. Pero cuando ve a los demás en pánico, sólo estará dispuesto a mantener sus tenencias si está seguro de que será pagado aun si todos los demás inversionistas no están dispuestos a mantener las de ellos. Esto probablemente explica por qué el primer paquete internacional de rescate, de 18 mil millones de dólares, no tuvo éxito en calmar a los mercados. El paquete de rescate más las reservas internacionales apenas cubrían

la mitad de las obligaciones financieras de México para 1995. Fue necesario un paquete de alrededor de 50 mil millones de dólares, equivalente al total de los pagos de deuda que vencían en 1995, para detener el colapso del peso.¹⁴

Algunos elementos de esta historia han sido formalizados por Ibarra (1997), quien resalta el papel de la relación de Tesobonos a reservas en la especulación contra el peso después de la devaluación, y por Cole y Kehoe (1996). Cole y Kehoe modelan la incapacidad del gobierno de refinanciar su deuda como una crisis de la deuda que se cumple a sí misma. Esto puede parecer paradójico, ya que la deuda pública de México había estado cayendo continuamente y en un monto sustancial en los seis años anteriores a la crisis. Su argumento descansa sobre la estructura de plazos de la deuda (y no solamente sobre su nivel). En su modelo, hay un intervalo crucial de deuda en el que el gobierno estaría dispuesto a pagar el servicio de la deuda existente si la puede refinanciar, pero entrará en moratoria si no puede obtener nuevos créditos. Fuera de este intervalo, se supone que el servicio de la deuda es tan bajo que el gobierno no querrá dejar de pagar aún si no logra vender deuda nueva, o tan alto que supera los costos de la moratoria. Cuando la deuda pública está en el intervalo crítico, llamado por los autores la “zona de crisis,” existen equilibrios múltiples y si la moratoria ocurre o no depende de si el gobierno puede refinanciar su deuda. Una característica clave del modelo es que el tamaño de la zona de crisis depende del plazo promedio de la deuda pública. Con una estructura de plazos muy corta, el intervalo es de gran tamaño e incluye niveles de deuda que, como México antes de la crisis, no eran altos para los estándares internacionales.¹⁵

Esta línea de razonamiento tiene implicaciones interesantes. Primero, sugiere que el pánico que siguió a la devaluación difícilmente podría haberse dado en el primer trimestre de 1994 (después del asesinato de Colosio) cuando las reservas

14 El paquete final incluía 20 mil millones de dólares de garantías de crédito del Gobierno de EEUU, 17.800 millones de créditos del FMI, 10 mil millones de préstamos a corto plazo de los bancos centrales a través del Banco de Pagos Internacionales, y algunos millones de dólares de préstamos de otros gobiernos de Norte y Sudamérica. El préstamo del FMI representó más de siete veces la cuota de México en el FMI y no tenía precedentes en la historia del FMI. El gobierno mexicano hizo pública su intención de reducir el gasto gubernamental en 1,3% del PIB y de reducir el crédito otorgado por la banca estatal de desarrollo. Un Pacto Nacional entre trabajadores, empresarios, y gobierno se llevó a cabo para contener las presiones inflacionarias que surgían de la devaluación. El gobierno mexicano también hizo énfasis en su compromiso con las reformas de mercado y prometió proponer enmiendas constitucionales para abrir áreas previamente restringidas de la economía a la inversión privada y para incrementar la participación foránea en el sistema bancario nacional. Como fuente de colateral, el gobierno mexicano acordó permitir a los importadores de petróleo mexicano hacer sus pagos a través de una cuenta en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Para un análisis del paquete, véase Lustig (1997).

15 Sobre la “zona de vulnerabilidad” o de crisis, ver también Ffrench-Davis y Ocampo (2000).

todavía estaban en cerca de 20 mil millones de dólares, el monto de los Tesobonos era de alrededor de 6 mil millones de dólares y el plazo promedio de los bonos del gobierno era de 306 días (comparado con 206 en diciembre). Dados estos niveles de Tesobonos y de reservas así como el plazo promedio de la deuda, la economía probablemente todavía estaba fuera de la “zona de crisis,” y la devaluación se hubiera parecido más a la crisis del sistema monetario europeo de 1992 que a la debacle mexicana de 1994. Segundo, si los equilibrios múltiples en efecto existen, esto implica que a pesar de que el pánico financiero post-devaluación podía ocurrir, no *tenía* que ocurrir. Una moratoria del gobierno mexicano claramente no era de interés colectivo para los inversionistas. El pánico financiero que forzaba al gobierno a la moratoria era el “equilibrio malo,” claramente inferior a lo que la racionalidad colectiva dictaba. Por ello, si es que en verdad la crisis auto-cumplida de la deuda refleja la falta de mecanismos para organizar las acciones colectivas de los inversionistas, el argumento sugiere que el paquete de rescate tenía una buena probabilidad de tener éxito. Y así fue.

4. El desempeño económico después de la crisis y las perspectivas de mediano plazo

El argumento de este trabajo se puede resumir de la siguiente manera: los problemas críticos que la economía mexicana enfrentaba a mediados de los años noventa resultaron del hecho de que la liberalización comercial y la apertura de los mercados de bonos y acciones tuvieron lugar en condiciones de una sobrevaluación real persistente del peso y una alta volatilidad de los flujos de capital. La combinación de políticas cambiaria y comercial no era sostenible dada, en particular, la vulnerabilidad generada por las masivas entradas de capital de 1990 a 1993. En este sentido, el éxito de México en atraer capital del exterior contenía las semillas del fracaso que siguió.

El legado de la crisis será duradero. Los efectos sobre los estándares de vida y sobre la distribución del ingreso han sido dramáticos; los salarios reales promedio cayeron en un 20% entre 1994 y 1996 (véase el cuadro 3). El sistema bancario, que al momento de la devaluación tenía una posición deudora neta en moneda extranjera y mucha cartera vencida, cayó en una crisis profunda y su rescate más o menos duplicará la deuda pública interna.

Sin embargo, a pesar de todas estas consecuencias adversas, la economía emerge de la crisis fortalecida en varios sentidos. Después de la profunda recesión de 1995, y a diferencia de lo ocurrido después de la crisis de la deuda de 1982, la

economía ha recuperado una tasa de crecimiento del orden del 5% por año y el desempleo abierto ha caído a tasas del orden del 3%. ¿Cuán viable es un escenario de crecimiento sostenido a tasas mayores de las que se han observado desde inicios de los ochenta?

Una serie de factores dan cierta credibilidad a tal escenario. Primero, el entorno internacional es más favorable hoy que después de la crisis de la deuda de 1982 a pesar de la mayor volatilidad y la probabilidad de efectos de contagio tales como los que se experimentaron después de las crisis financieras del Este de Asia y Rusia. Los Estados Unidos, el mayor socio comercial de México, experimenta la mayor expansión económica en tiempos de paz de su historia. En estas condiciones, el estar dentro del TLCAN ha sido un punto a favor que se refleja en que, entre los países latinoamericanos, México ha estado entre los menos afectados por la crisis cambiaria brasileña. En medio de una recesión general en la mayor parte de Latinoamérica, la economía creció en 3,7% en 1999 con una continuada desaceleración de la inflación (a alrededor del 12%). Además, comparadas con inicios de los ochenta, las tasas de interés internacionales permanecen bajas y, a diferencia de lo ocurrido entonces, el paquete internacional de rescate ha sido exitoso en impedir que el pánico financiero degenera en una corrida del crédito por toda una década en los mercados de crédito internacionales. En estas condiciones, políticas fiscales y cambiarias que aseguren que la economía opere a capacidad plena y con una alta tasa de cambio real tienen oportunidades mayores de éxito que en los ochenta.

Segundo, la crisis misma puede haber alterado sustancialmente las perspectivas macroeconómicas de largo plazo en una dirección positiva. La enorme devaluación real del peso ha eliminado abruptamente la combinación insostenible de políticas cambiaria y comercial que tuvieron un papel preponderante en el proceso que llevó a la crisis. El impacto macroeconómico de la expansión de la exportaciones se refuerza en un contexto de una economía más abierta y de mayor integración con la economía norteamericana bajo el TLCAN. Una comparación del desempeño de las exportaciones mexicanas durante la crisis de 1995 con la recesión de 1983 demuestra el lado positivo del legado de una economía más abierta. En 1995, la tasa de cambio aumentó en un 86% (al final del período). En ese año, las exportaciones no petroleras y no maquiladoras se expandieron en 37%, mientras que las exportaciones de maquiladoras crecieron en un 30%. En contraste, en 1983, después de un aumento del 466% en la tasa de cambio durante 1982, las exportaciones de maquiladoras aumentaron en un 29% mientras que las exportaciones no petroleras y no maquiladora cayeron en casi 6%. Al contrario de

lo que pasó en el período 1988-94, por fin las exportaciones netas han contribuido a la expansión de la economía desde 1995.¹⁶

Debido a su gran tamaño, la devaluación real del peso también ha contribuido a una reversión de los factores que contribuyeron a la contracción de las utilidades en los sectores de bienes comerciables y a la caída de la tasa de ahorro privado (véase el cuadro 3). Los efectos positivos sobre la rentabilidad del sector de comerciables debe haber contribuido a su vez al incremento observado de la inversión directa extranjera. Estas inversiones ahora representan cerca del 20% de la inversión privada total y, entre 1996 y 1998, aproximadamente el 60% de toda la inversión extranjera (incluyendo las inversiones de cartera). Esto quiere decir que el déficit de la cuenta corriente ahora se financia con mucho menos capital de corto plazo que en la primera mitad de los noventa, lo que hace a la economía menos vulnerable a los *shocks* internos o externos. El ahorro privado se incrementó sustancialmente en 1995, después de la devaluación, y siguió creciendo hasta 1997. Este incremento probablemente no sólo se debió a la devaluación real, sino también a la crisis bancaria y a la consecuente contracción del crédito.

Por otro lado, todavía hay una agenda importante de asuntos pendientes. A medida que las restricciones de crédito se vuelvan menos agudas, la tendencia ascendiente del ahorro privado puede cambiar de dirección. De hecho, un suceso negativo reciente es la importante reducción de la tasa de ahorro interno en 1998, mucho de lo cual tiene que haber venido del ahorro privado. Más aún, la crisis bancaria está lejos de haber terminado y el rescate del sistema bancario impondrá una gran carga sobre las cuentas fiscales en los años por venir. Mientras que la economía, con la excepción del sistema bancario, es más sólida de lo que era a principios de los noventa, todavía es demasiado temprano para decir si los que deciden la política económica han aprendido de la experiencia de 1990-94. Las fuentes de preocupación para la política que están asociadas a las entradas de capital (apreciación, mala asignación de los recursos y fragilidad financiera) no están cerca de ser tan serios hoy como lo fueron en la primera mitad de los noventa. Pero esto es así simplemente porque la magnitud de las entradas de capital, después de que México recuperó el acceso a los mercados internacionales de capital, ha sido también mucho menor que en el episodio anterior.

16 Ver Ros (1999) para un comentario más completo.

Apéndice

El modelo que se usó en la sección 2 tiene dos ecuaciones, que corresponden a las condiciones de equilibrio en el mercado de bienes (o equilibrio de flujos) y en el mercado financiero (o equilibrio de acervos). La ecuación de la curva IX es un locus de combinaciones de la tasa de cambio real (e) y de interés real (r) a lo largo de la cual la inversión deseada (I) es igual al ahorro (nacional, S_d , más externo S_f):

$$(1) \quad I(r, e) = S_d(L, D^*) + S_f(e, L, D^*)$$

$$\text{con:} \quad I_r < 0, I_e > 0 \quad S_{dL} > 0, S_{dD^*} > 0 \quad S_{fe} < 0, S_{fL} > 0, S_{fD^*} > 0$$

donde L es el empleo total, que afecta positivamente tanto el ahorro interno como el externo (en este caso, a través de sus efectos sobre el déficit comercial), y D^* es el acervo de obligaciones externas que afecta positivamente al ahorro interno debido a efectos riqueza y al déficit de cuenta corriente (S_f) debido a los mayores pagos de intereses externos que están asociados a un nivel más alto de D^* . La inversión depende positivamente de la tasa de cambio real (debido a sus efectos positivos sobre la rentabilidad) e inversamente de la tasa de interés real. Con el empleo total *dado*, a lo largo de este locus IX el mercado de bienes no comerciables está en equilibrio a través de variaciones en la tasa de cambio real.

La ecuación de la curva FM se refiere a la igualdad entre el diferencial de tasas de interés de los títulos nacionales y extranjeros de corto plazo, ajustado por expectativas de devaluación, y la prima de riesgo (u) sobre los títulos nacionales. Esta prima es función de un componente exógeno (u_0), que refleja las percepciones subjetivas de los inversionistas sobre el riesgo país, y del acervo de obligaciones externas (D^*)¹⁷:

17 En principio, las tenencias internas de los títulos gubernamentales deberían ser incluidas también. La especificación de (2) puede ser justificada si el riesgo de mora de las tenencias internas de títulos depende de D^* .

$$(2) \quad r = r^* + \hat{e} + u \quad u = u(D^*, u_0)$$

donde r^* es la tasa de interés real internacional. La depreciación esperada (\hat{e}) se hace depender tanto del tipo de cambio futuro de equilibrio a corto plazo (e_{+1} , determinado, para hacer las cosas simples, por la solución del modelo) y la tasa de cambio de equilibrio de largo plazo (e^*), definida como el valor del tipo de cambio consistente con un déficit de cuenta corriente sostenible y pleno empleo de los recursos:

$$\hat{e} = a(e_{+1} - e) + b(e^* - e) \quad 0 < a < 1 \text{ y } 0 < b < 1$$

Las expectativas cambiarias están sujetas, por lo tanto, a dos fuerzas que tienden a contrarrestarse mutuamente cuando las tasas de cambio de equilibrio de corto y largo plazo se mueven en direcciones opuestas. Sustituyendo este mecanismo de formación de expectativas en la ecuación (2) y despejando para el valor de e arroja la ecuación del locus FM:

$$(2') \quad e = [b/(a+b)] e^* + [a/(a+b)] e_{+1} - [1/(a+b)] (r - r^* - u) \\ u = u(D^*, u_0)$$

La ecuación (2') define una línea con pendiente negativa en el espacio (e , r): una caída de la tasa de cambio tiende a generar expectativas de depreciación (con valores dados de e^* y e_{+1}) y esto requiere que la tasa de interés nacional aumente para mantener el equilibrio del mercado financiero.

Referencias bibliográficas

- Alarcón, D. y T. McKinley (1997), "The paradox of narrowing wage differentials and widening wage inequality in Mexico", *Development and Change*, 28 (3).
- Atkeson, A. y J. Rios-Rull (1996), "The balance of payments and borrowing constraints: An alternative view of the Mexican crisis", *Journal of International Economics*, vol. 41, noviembre.
- Banco de México (1994), *Informe Anual*, Dirección Internet: <http://www.banxico.org.mx>
- ——— (1993), *Informe Anual*, Dirección Internet: <http://www.banxico.org.mx>
- Branson, W. (1985), "Causes of appreciation and volatility of the dollar", en Federal Reserve Bank of Kansas City, *The US Dollar: Prospects and Policy Options*.
- Calvo, G. y E. Mendoza (1996), "Mexico's balance of payments crisis: a chronicle of a death foretold", *Journal of International Economics*, vol. 41, noviembre.
- CEPAL (1998), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- Cole, H. y T. Kehoe (1996), "A self-fulfilling model of Mexico's 1994-95 debt crisis", *Journal of International Economics*, vol. 41, noviembre.
- Cragg, M. y M. Epelbaum (1996), "Why has wage dispersion grown in Mexico? Is it the incidence of reforms or the growing demand for skills?", *Journal of Development Economics*, vol. 51, No. 1.
- Dadush, U., A. Dhareshwar, y R. Johannes (1994), "Are private capital flows to developing countries sustainable?", *World Bank Policy Research Working Paper* 1397, diciembre.
- Dornbusch, R. y A. Werner (1994), "Mexico: stabilization, reform, and no growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Ffrench-Davis, R. y J. A. Ocampo (2000), "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en este volumen.

- Ffrench-Davis, R. (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, CEPAL/McGraw-Hill, Santiago.
- Flood, R. y P. Garber (1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", *Journal of International Economics*, 17.
- Gurría, J. A. (1995), "Corrientes de capital: el caso de México", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Lecturas del Trimestre Económico, Fondo de Cultura Económica, México.
- Hanson, G. y A. Harrison (1995), "Trade, technology and wage inequality in Mexico", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* No. 5110, mayo.
- Ibarra, C. (1997), "Three essays on the 1994-95 Mexican currency crisis", University of Notre Dame, Ph.D. Dissertation.
- International Monetary Fund (IMF), *International Financial Statistics*, Washington, D.C.
- Krugman, P. (1999), *Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises*, P. Krugman's Web Page.
- (1979), "A model of balance of payments crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 11, No. 3, agosto.
- Lustig, N. (1997), "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995", *Revista de la CEPAL*, No. 61, abril.
- (1992), *Mexico: The Remaking of an Economy*, Primera edición, Brookings, Washington, D.C.
- y J. Ros (1998), "Reforma estructural, estabilización económica y 'el síndrome mexicano' ", en *Desarrollo Económico*, vol. 37, No. 148, enero-marzo.
- y M. Székely (1998), "Economic trends, poverty and inequality in Mexico", Banco Interamericano de Desarrollo, mimeo.
- McLeod, D. y J. Welch (1992), "El libre comercio y el peso," *Economía Mexicana, Nueva Época*, vol. I, No 1, enero.
- Obstfeld, M. (1994), "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, 43.

- (1986), "Rational and self-fulfilling balance of payments crises", *American Economic Review*, vol. 76, No.1, marzo.
- Oks, D. (1992), *Stabilization and Growth Recovery in Mexico: Lessons and Dilemmas*, Banco Mundial, Oficina Regional para América Latina y el Caribe, enero.
- y S. van Wijnbergen (1994), "Mexico after the debt crisis", *World Bank Policy Research Working Paper* 1378, noviembre.
- Ros, J. (1999), "La liberalización de la balanza de pagos en México: Efectos en el crecimiento, el empleo y la desigualdad salarial", mimeo.
- (1995a), "Trade liberalization with real appreciation and slow growth: sustainability issues in Mexico's trade policy reform", en G. Helleiner, *Manufacturing for Export in the Developing World*, Routledge, Londres y Nueva York.
- (1995b), "Mercados financieros, flujos de capital y tipo de cambio en México", *Economía Mexicana*, CIDE, vol. IV, No. 1.
- (1994a), "La economía mexicana en el largo plazo", documento preparado para el primer Congreso Mexicano sobre Prospectiva organizado por la Fundación Barros Sierra, México.
- (1994b), "Mercados financieros y flujos de capital en México," en J. A. Ocampo (ed.), *Los Capitales Externos en la Economías Latinoamericanas*, Fedesarrollo/BID, Bogotá.
- y P. Skott (1998), "Dynamic effects of trade liberalization and currency overvaluation under conditions of increasing returns", *The Manchester School*, vol. 66 No. 4, septiembre.
- y N. Lustig (1999), "Trade and financial liberalization with volatile capital inflows: macroeconomic consequences and social impacts in Mexico during the 1990s", prepared for the CEPA's conference on Globalization and Social Policy, Nueva York, enero.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996), "The Mexican peso crisis: Sudden death or death foretold?", *Journal of International Economics*, vol. 41, noviembre.
- (1995), "The collapse of the Mexican peso: what have we learned?", *NBER Working Paper* 5142, julio.

- Trigueros, I. (1998), “Flujos de capital y desempeño de la inversión: México”, en R. Ffrench-Davis y H. Reisen (comps.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, CEPAL/OCDE, McGraw-Hill, Santiago.



**UNA ARQUITECTURA FINANCIERA
INTERNACIONAL
PARA PREVENIR LAS CRISIS**

*Stephany Griffith-Jones**

Introducción

La integración profunda de los países en desarrollo (PED) a la economía global genera muchos efectos favorables. En particular, los flujos de capital con ese destino dan origen a claros e importantes beneficios. Estos resultan evidentes, en especial en el caso de la inversión extranjera directa (IED), que no sólo es más estable, sino que aporta conocimientos tecnológicos y acceso a nuevos mercados. Otros flujos externos suscitan también importantes efectos microeconómicos favorables, entre ellos el abaratamiento del costo de capital para empresas con acceso al crédito. A escala macro, dichos flujos pueden complementar el ahorro interno, sustentando niveles más altos de crecimiento e inversión.

Sin embargo, las masivas oleadas de capital de corto plazo y potencialmente reversible, pueden provocar también efectos muy negativos. En primer término, plantean complejos dilemas a la conducción económica, toda vez que pueden hacer que algunas variables claves, entre ellas el tipo de cambio y los precios de activos como los bienes raíces y las acciones, se salgan de lo que cabría considerar su nivel de equilibrio de largo plazo (French-Davis y Griffith-Jones, 1995). Segundo, y más importante, tales flujos conllevan el peligro de dramáticos vuelcos. La masiva retirada de capitales, particularmente si se traduce en crisis cambiaria y financiera, amenaza con infligir cuantiosas pérdidas en términos de producción, inversión y empleo, así como también en un aumento sustancial de la pobreza. Lo ilustra en forma elocuente el impacto de la crisis asiática, que se diseminó luego a muchos otros países, incluido Brasil. En promedio, en los países del este asiático que fueron sus víctimas, en 1998 el PIB sufrió un deterioro de 8%, en tanto que el de México se contrajo casi 7% en 1995. Afortunadamente, el nivel de actividad ha tendido en la mayoría de los casos a recuperarse con bastante rapidez. Sin embargo, el efecto negativo no se reduce a los elevados costos de corto plazo, sino que incluye un ingrediente de mayor alcance, asociado al hecho de que la agudización de la incertidumbre erosiona la inversión productiva.

Las crisis cambiarias al estilo asiático, con sus elevadísimos costos en términos de desarrollo, suscitan una intensa preocupación acerca de los beneficios netos que ofrecen a los países anfitriones los cuantiosos flujos externos potencialmente reversibles de capital de corto plazo. Mientras los elevados costos de un vuelco en estas corrientes son manifiestos, las ventajas resultan menos nítidas.

* Instituto de Estudios del Desarrollo (IDS), Universidad de Sussex. Agradezco a los participantes del taller de CEPAL y una sesión de LACEA en Santiago, y en particular a Ricardo French-Davis y José Antonio Ocampo, por sus perspicaces sugerencias. Agradezco, también, los muy valiosos aportes de Jenny Kimmis y Jacques Cailloux.

Ello contrasta con la IED y las corrientes comerciales, casos en los que los voluminosos beneficios en materia de desarrollo exceden por amplio margen los costos. En consecuencia, los volátiles flujos de capital de corto plazo aparecen como un potencial talón de Aquiles para la economía globalizada y para la economía de mercado en los países en desarrollo. Si los gobiernos y las autoridades de la comunidad internacional no aprenden a administrar mejor estos flujos volátiles, existe el serio peligro de que éstos socaven los espectaculares beneficios asociados a la globalización y la apertura de los mercados.

1. Causas de las crisis cambiarias

Al examinar las causas de las crisis cambiarias se detecta que siempre hay algunas de carácter interno, aun cuando difieran de un caso a otro. Por ejemplo, en los países del este asiático destacaba la existencia de graves problemas, incluida la precariedad de sus sistemas financieros internos, que no era objeto de una regulación adecuada. Insuficientes habían sido el escrutinio y la supervisión de la trayectoria de la deuda privada de corto plazo en que habían incurrido los bancos y las empresas no financieras. Aparentemente, se cometieron también errores en la modalidad utilizada para liberalizar las cuentas de capitales, toda vez que, según existe constancia, el proceso terminó incentivando los flujos de corto plazo. Adicionalmente, varios de los países del este asiático tenían políticas de tipo de cambio fijo, en la medida que sus monedas estaban atadas al dólar estadounidense.

Sin embargo, una causa importante de la crisis asiática fue el brusco deterioro de la confianza a través de toda la región, diseminado en virtud del efecto de contagio, más que a cambios sustanciales en diversos fundamentos de la macroeconomía. Desde luego, el elemento más perturbador fue que la crisis afectó a países que registraban largos años de una conducción económica notablemente exitosa, en términos de crecimiento económico, dinamismo exportador, reducidas tasas de inflación y elevados coeficientes de ahorro.

Hay pues, detrás de la crisis, un factor crucial, asociado al comportamiento de los flujos externos. Ello se vincula, a su turno, a ciertas imperfecciones de los mercados financieros internacionales, las que se habían manifestado en casi todas las coyunturas anteriores de pánico, pero cuyo impacto ha aumentado significativamente, debido a la velocidad con que en la economía global de hoy pueden reaccionar los mercados financieros, gracias a los avances tecnológicos de los sistemas de información. Paradójicamente, este impacto parece más fuerte en el caso de las economías que son o proyectan la imagen de estar transformándose en altamente exitosas. En tales situaciones, la euforia en los mercados

internacionales interactúa de manera perversa con la complacencia que se apodera de los gobiernos en los países receptores.

Las economías exitosas ofrecen elevadas rentabilidades, vía tanto rendimientos como ganancias de capital. Si los inversionistas internacionales encuentran la manera de entrar en esas economías o si el acceso se les facilita mediante la liberalización de la cuenta de capital, tenderán a precipitarse en masa sobre ellas, dando origen a una oleada de recursos que presionará sobre variables económicas claves. En este escenario, el tipo de cambio se sobrevalúa; los precios de activos claves, como las acciones o los bienes raíces, suben rápida y sustancialmente. Se produce a la vez un incremento del ingreso real y de la riqueza percibida. Los bancos tienden a relajar las normas de concesión de créditos, con lo que se atenúan las restricciones de liquidez para las empresas, toda vez que suponen que la bonanza será duradera. El saldo de la balanza de pagos se deteriora, a menudo en forma acelerada, a medida que la inversión y el consumo se expanden. En un principio no se atribuye mayor gravedad al desequilibrio, ya que inversionistas y prestamistas extranjeros están dispuestos a seguir con sus operaciones. Las autoridades económicas demoran el ajuste requerido, seguras de que el éxito persistirá y de que las crisis sólo ocurren en otras latitudes.

Entonces, algo sucede. El cambio puede ser interno o externo, económico o político, importante o relativamente pequeño. En todo caso, desencadena una brusca modificación en las percepciones, lo que conduce a un marcado deterioro de la confianza que manifiestan en esa economía los inversionistas, nacionales o extranjeros, dotados de movilidad internacional; vale decir, se trata de agentes que manejan activos líquidos que pueden llevarse a otros mercados. El cambio de percepción tiende a ser mayúsculo y rápido. Un país que era considerado una economía exitosa o un reformador exitoso —objeto de infinitas alabanzas— se transforma de la noche a la mañana en frágil, riesgoso y vulnerable. Los medios, y en particular la prensa financiera especializada, contribuyen decisivamente a crear o magnificar acelerados cambios en las percepciones. De súbito se concentran en las malas noticias de corto plazo y subestiman aspectos fundamentales que son mucho más favorables. Las agencias de clasificación han tendido a jugar también un papel procíclico, agudizando los cambios de percepciones. Ellos tienden a ser mucho mayores que la magnitud del cambio subyacente en los fundamentos económicos. Además, cualquier fisura en los fundamentos es puesta en evidencia y magnificada por los mercados. El ambiente es propicio para que se incurra en un sobreajuste. La moneda nacional y el mercado bursátil se desploman y los precios de los activos en general se deterioran severamente.

Este modelo ayuda a explicar la gestación y el desarrollo de las crisis cambiarias y bancarias que se desataron a comienzos de la década del ochenta en

el cono sur de América Latina y la crisis del peso mexicano. Suministra, también, elementos importantes para comprender la crisis asiática que estalló en 1997 y la que afectó más recientemente al Brasil. Hay sustanciales diferencias entre ellas, así como entre las que han afectado a las economías de Asia Oriental, en particular en lo tocante a las causas internas. Pero el patrón de comportamiento de auge y fuga de los inversionistas y prestamistas de corto plazo, al impulso no de tendencias reales, sino de dramáticos cambios en las percepciones, constituye un denominador común. Otro tanto puede decirse respecto de la complacencia de las autoridades económicas en los países receptores durante los períodos de auge.

Desde luego, los mercados de capital y financieros son especiales, en el sentido de que, aunque por lo general funcionan bien, están propensos a graves imperfecciones (Griffith-Jones, 1998). La información asimétrica y la selección adversa juegan un papel importante en la explicación de tales imperfecciones, toda vez que los mercados financieros son particularmente intensivos en información (Stiglitz, 1994). Además, hay fuertes incentivos en los mercados financieros para la conducta de manada, ya que cada inversionista o prestamista de corto plazo, o gerente de algún fondo, trata de escoger la inversión o préstamo que piensa que tiene mayores probabilidades de ser elegido por sus congéneres. Las distorsiones son ocasionadas también por las estructuras internas de las instituciones financieras privadas, que prestan insuficiente atención en la toma de decisiones a sus departamentos de estudios, empeñados en efectuar análisis y evaluaciones de riesgos. Se requiere, al parecer, investigación adicional acerca de la “microeconomía de la especulación”, por diferentes categorías de agentes del mercado, ejercicio que podría ser útil para el diseño de las medidas por parte, incluso, de la propia industria financiera, para ayudar a inhibir el comportamiento especulativo. Esto implicaría la instauración de nuevos esquemas de premio y/o castigo para ayudar a desalentar el estallido de crisis.

Para comprender la crisis de Asia Oriental resulta también pertinente el análisis de los ataques de profecías autocumplidas, vale decir desajustes que surgen en ausencia de inconsistencias evidentes de la política en aplicación. En tales casos, la actitud de especuladores e inversionistas resulta crucial para que el ataque se desencadene o no. La existencia de este tipo de ataques y de equilibrios múltiples para el tipo de cambio y de otras variables claves deja de manifiesto que los fundamentos macroeconómicos sólidos constituyen una condición necesaria, pero no suficiente para evitar las crisis cambiarias. Hasta ahora es limitado el conocimiento que se tiene respecto de qué es lo que gatilla los ataques de profecías autocumplidas (Wyplosz, 1998). Las principales explicaciones ensayadas por actores de mercado para crisis recientes tienden a ser bastante disímiles. Los responsables de políticas en los países en desarrollo encaran, en consecuencia, la atemorizante tarea de enfrentar un objetivo móvil para conjurar las crisis. Sin

embargo, hay condiciones de vulnerabilidad identificables (entre ellas el tamaño de los pasivos externos, como la deuda neta de corto plazo, que puede fácilmente revertirse, o un elevado déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB). A todas luces se requiere investigar más a fondo en las condiciones de vulnerabilidad y la naturaleza de los eventos gatillantes, para fortalecer la capacidad de predicción de riesgos y, sobre todo, mejorar la prevención de crisis cambiarias (véase Ffrench-Davis y Ocampo, 2000).

2. Lecciones para la prevención de crisis

Dentro de los actuales esquemas se percibe creciente interés por la volatilidad y la naturaleza reversible de determinadas categorías de flujos de capital. Tales características implican que sus costos pueden ser mayores que sus beneficios para los países en desarrollo, al menos durante ciertos períodos. En consecuencia, hay creciente consenso entre los principales responsables de políticas, en países industrializados y en desarrollo, lo mismo que entre los agentes del mercado, en cuanto a que es preciso introducir con urgencia importantes cambios en el sistema monetario internacional en su conjunto y en las políticas de los países receptores para evitar los costos de las crisis, así como también para enfrentarlas mejor si ellas se desencadenan. Esto ayudará a poner coto a los efectos negativos de flujos de capital altamente volátiles. Sin embargo, debe cuidarse que las medidas contribuyan a fortalecer, y no a dificultar el acceso de todos los países en desarrollo al financiamiento internacional, en particular de largo plazo.

Parece urgente: (i) identificar los cambios eventualmente requeridos para el logro de estos fines, que tienen que basarse en una acabada comprensión acerca de cómo operan los diferentes actores en el mercado; (ii) evaluar cuidadosamente los efectos económicos potenciales de tales cambios; y (iii) adoptar las medidas requeridas, incluidos posibles desarrollos institucionales allí donde se detecten brechas para la implementación de aquéllas.

Cabe distinguir tres niveles en las medidas que examinaremos enseguida.

- Que ya han sido adoptadas, dentro de los arreglos institucionales existentes. Dos ejemplos importantes son la política monetaria de corte más expansionista impulsada en los países industrializados por los bancos centrales de Estados Unidos y Europa adoptada en la segunda mitad de 1998 para evitar una profundización mayor de las crisis financieras, y los cambios en los requerimientos de suficiencia de capital para préstamos de corto y de largo plazo que pueden hacerse dentro del marco del Comité Ampliado de Basilea.

- Medidas que requieren algún desarrollo, expansión y adaptación de las instituciones existentes, como el FMI o los Comités Reguladores que funcionan bajo la égida del BPI. A vía de ejemplo, cabe mencionar los nuevos mecanismos de apoyo al interior del FMI o la adaptación de los existentes, con el objeto de hacer frente a trastornos en la cuenta de capital derivados de crisis cambiarias. Otro ejemplo consiste en la instauración de una adecuada supervisión y regulación prudencial de los intermediarios financieros, tanto en los países industrializados como en aquéllos en desarrollo, lo mismo que globalmente, tarea que presumiblemente, será asumida por el Foro para la Estabilidad Financiera, pero que puede convertirse en un argumento a favor de algo más cercano a una Autoridad Financiera Mundial. Un tercer ejemplo consistiría en llenar las brechas en materia de regulación, de modo de incluir los fondos mutuos y de cobertura a nivel nacional y su coordinación internacional (véase más adelante);
- Medidas que requieren mayor radicalidad institucional, en el sentido de la creación de nuevas instituciones o de drástica adaptación de las existentes. Aunque se trata, claramente, de la fórmula más deseable desde la perspectiva de tener instituciones y mecanismos diseñados para las nuevas necesidades de un sistema financiero privado y globalizado, resulta la meta más difícil de materializar. El problema clave es que el manejo de un sistema de tales características exige la creación de nuevas instituciones globales, pero no existe un gobierno universal capaz de instaurarlas y el proceso político conducente a que los gobiernos nacionales establezcan instituciones globales puede ser lento y complejo. Sin embargo, parece altamente deseable desarrollar una visión clara de una apropiada e inédita arquitectura financiera internacional, que permita el funcionamiento ordenado del mercado financiero global en apoyo del proceso de desarrollo y evite los elevados costos en que se ha incurrido en la crisis reciente. Tal visión debiera impregnar los debates en curso respecto de la nueva arquitectura financiera.

En este documento nos concentraremos en aspectos preventivos.¹ Tales medidas, que se concentran en el mejoramiento de la información y de las regulaciones intentan, precisamente, lidiar con las imperfecciones ya señaladas del mercado internacional de capital y que han jugado un importante papel en la generación de las recurrentes crisis cambiarias.

Como las crisis son tan costosas, no sólo particularmente para los países en desarrollo, sino también para la comunidad financiera internacional, es preciso asignar prioridad absoluta a las medidas de prevención. Al igual que respecto de

(1) Para un análisis respecto de una mejor gestión de crisis, véase por ejemplo, Griffith-Jones, Ocampo y Cailloux (1999).

la salud, ellas son mucho mejores, más eficientes y eficaces que las acciones curativas.

Después de la crisis asiática, la comunidad internacional puso su atención en el mejoramiento de la información y en el fortalecimiento del sistema financiero. Estas prioridades quedaron claramente en evidencia con los grupos de trabajo que se instalaron al amparo del G-22, comisión ad hoc que agrupaba al G-7 y a países en desarrollo, para encarar las siguientes tres áreas: (i) mejoramiento de la transparencia y entrega de la información; (ii) fortalecimiento de los sistemas financieros, a escala global y de las economías nacionales, y (iii) apropiada distribución de los costos de las crisis financieras internacionales.

Esta sección abordará brevemente las primeras dos áreas, así como también examinará otras estrategias de prevención más sólidas y posiblemente más eficaces.

a) Transparencia y entrega de información

i) Acciones adoptadas

Una de las áreas definidas inicialmente como cruciales por el Grupo de los 7 y el FMI para evitar crisis es la del mejoramiento de la transparencia y la divulgación de información oportuna y confiable, básicamente respecto de países en desarrollo, de modo que ella resultara fácilmente accesible para los actores del mercado. Con posterioridad se observó intensa actividad orientada al mejoramiento de la información. Entre algunas de las brechas y deficiencias detectadas en materia de antecedentes relevantes figuraron: (i) información sobre la disponibilidad de reservas internacionales, incluidas las posiciones de futuro no declaradas; (ii) perfil de vencimientos y de riesgos cambiarios de los sectores público y privado, y (iii) fortaleza del sistema financiero, incluida información sobre cartera vencida.

Se ha adoptado una serie de medidas, entre las que destacan la elaboración de Reseñas de Información Pública por países y el fortalecimiento, por parte del FMI, de la Norma de Difusión de Datos Especiales (SDSS), el estándar de información que el FMI estableció en 1996, tras la crisis del peso mexicano. Las reseñas son preparadas anualmente por todos los países, después de la consulta estipulada en el Artículo IV del FMI, estimulándoselos para que los distribuyan a la brevedad. El FMI ha comenzado también un programa piloto de publicaciones voluntarias de los informes sobre las consultas vinculadas al Artículo IV. Particular importancia ha revestido el fortalecimiento, en las áreas de reservas internacionales y deuda externa, de la SDSS. Especial relevancia cabe asignar al hecho de que a partir de abril de 1999 incorporaran para todos los países exhaustiva

información acerca de las reservas y cualquier acreencia con cargo a ellas.

Aparte de normas sobre información, el FMI y el BPI, en colaboración con instituciones como el Banco Mundial y la OCDE, han definido una serie de otros estándares, en un esfuerzo por disponer de códigos de buena práctica. El FMI ayudará a la divulgación de estas normas, al establecerlas como requisitos para la concesión de empréstitos. Ellas incluirán la creación de códigos de buenas prácticas adecuadas en materia de transparencia fiscal; y lo tocante a políticas monetarias y financieras, al fortalecimiento de la calidad de la supervisión bancaria y al buen funcionamiento de sistemas financieros y el manejo de quiebras.

Aunque muchas de estas normas y su implementación podrían surtir efectos muy favorables- por ejemplo, sobre el fortalecimiento de los sistemas financieros- cabe plantearse y abordar dos serias preocupaciones. Primeramente, ¿es la definición de “normas deseables” suficientemente participativa, vale decir se ha otorgado participación suficiente en su diseño a los países en desarrollo a los que se pedirá implementar tales normas en sus propias economías? ¿Deben los países en desarrollo ser simplemente estimulados a adoptar estas normas, antes que pasar a formar parte activa de la condicionalidad del FMI? Inquietudes que podrían muy bien resumirse en la frase: “Ninguna estandarización en ausencia de participación”. Segundo, ¿no entrañará la implementación de estas normas cargas desmesuradas, administrativas y de otro tipo, sobre los gobiernos de los países en desarrollo?

ii) Límites de este enfoque, debido a problemas inherentes a las asimetrías de la información

Claramente, el mejoramiento de la información, según los cambios reseñados anteriormente, será bienvenido y muy valioso, contribuyendo a un mejor desempeño del mercado. Sin embargo, el mejoramiento de la información sobre los países en desarrollo no bastará por sí solo para conjurar las crisis. En primer lugar, la información a disposición de los mercados financieros nunca será perfecta y siempre persistirán asimetrías de información. Segundo, no es claro que la mejor información vaya a resultar suficiente por sí sola para un mejor funcionamiento de los mercados financieros, toda vez que el punto clave reside en cómo es aquella procesada y tratada por los distintos actores que operan en el mercado. Fenómenos tales como euforia y la conducta de manada (véase, por ejemplo, Griffith-Jones, 1998) implican que en los períodos de auge las malas noticias son ignoradas, y magnificadas en las coyunturas contractivas. Con las “buenas noticias” se da la situación inversa. En tercer lugar, el mejoramiento de la información sobre países en desarrollo tiene que ser complementado por el mejoramiento, igualmente importante, de la información sobre los mercados financieros internacionales.

En lo tocante al primer punto, existen abundante análisis teórico y experiencia práctica que comprueban que siempre esa información será imperfecta, lo cual puede ocasionar o contribuir al estallido de crisis financieras. Un destacado precursor de buena parte de la literatura sobre la información imperfecta fue Keynes (1936), quien en el capítulo 12 de su *Teoría General* puso de relieve “la extrema precariedad de la base de antecedentes que utilizamos para hacer nuestras proyecciones de rendimientos”. Más recientemente, Eichengreen (1999) ha resumido de manera bastante drástica los límites del mejoramiento de la información para la prevención de crisis: depositar excesiva confianza en una mayor transparencia “subestima el grado en que las asimetrías de información son intrínsecas a los mercados financieros ... Los defensores de iniciativas asociadas a la información se equivocan cuando consideran que el problema ha sido eliminado”.

Desde luego, los mercados financieros sofisticados y cada vez más informados han seguido siendo en extremo volátiles. Ha sucedido así incluso en algunas de las economías más desarrolladas del mundo y hasta sus sistemas bancarios se han visto envueltos en dificultades, pese a que habían logrado las máximas clasificaciones en lo concerniente a transparencia, según lo ilustran las crisis bancarias en las naciones escandinavas.

Una causa muy importante de las imperfecciones en este campo radica en el hecho de que buena parte de la información pertinente para el mercado se entrega con algún rezago y depende de condiciones macroeconómicas no enteramente conocidas por adelantado. El incremento de la información útil para elevar la eficiencia microeconómica de mercado puede ayudar poco a la reducción de la volatilidad de carácter macroeconómico (Ocampo, 1999).

Segundo, hay problemas en lo tocante al procesamiento de la información. Ya hemos señalado que el punto clave es que un número creciente de inversionistas (y prestamistas) está preocupado no de lo que la inversión vale realmente para una persona que compra para el largo plazo, sino de cómo el mercado valorará esa inversión dentro de unas horas o días. En la medida que esto es cierto, la información disponible sobre países en desarrollo se revelará menos importante que la forma en que el promedio del mercado probablemente la perciba.

Las modalidades de funcionamiento microeconómico de bancos y compañías financieras agudizan tales problemas. Esto se relaciona tanto con los costos como con la organización de la empresa. La junta directiva de una institución financiera que decide invertir en o prestar a un determinado país puede no ser capaz de (o no estar dispuesta a) tomar en cuenta la rica información disponible en el departamentos de estudios de la propia institución. Los bancos más pequeños, cuyos departamentos de estudios también lo son, tienden a confiar todavía menos

en sus expertos y a ceñirse más a las decisiones de sus congéneres grandes. Como resultado, los cambios de opinión de los inversionistas a quienes se considera “informados” pueden conducir a sobrereacciones por parte de los no informados, que confían en los primeros para la adopción de sus propias decisiones.

Un problema clave es que los cambios de opinión pueden ocurrir sin que se haya operado una modificación significativa en aspectos fundamentales de la economía de la que se trata. Esto ocurre debido a que básicamente la misma información sobre un país puede interpretarse en forma por completo distinta en coyunturas diferentes, debido a factores tales como “el ánimo de los mercados”, los sucesos en otras economías, etc. Una adecuada metáfora es que un vaso puede considerarse medio vacío o medio lleno, dependiendo, principalmente, del estado de ánimo del espectador, y no tanto de cuán limpio y transparente está el vaso (mientras más limpio, mejor es la información).²

Un tema relacionado es el de las agencias clasificadoras. Los análisis de riesgo efectuados por dichas instituciones han estado influidos por factores subjetivos y por la volatilidad característica de las opiniones de ese carácter. Habida cuenta de tal experiencia, se han formulado sugerencias en orden a regular el quehacer de dichas entidades y mejorar la calidad de sus evaluaciones de riesgo. Se ha sugerido, también, abolir toda injerencia de estas entidades en la clasificación de riesgos soberanos, sustituyendo tal función por la que cumplirían las agencias supervisoras de los países de origen de los flujos, según parámetros convenidos en instancias internacionales. Las actividades de las agencias clasificadoras se concentrarían, entonces, en la evaluación de riesgos privados (Ocampo, 1999).

iii) Suministro de información adicional sobre mercados a países en desarrollo

La entrega de mejor información a los mercados en los países en desarrollo tiene que ir acompañada de la puesta a disposición de estos últimos de mejor información acerca de los mercados financieros internacionales. Desde luego, particularmente durante la crisis que estalló en Asia, los responsables de políticas en países emergentes (en especial de sus bancos centrales) tropezaron con importantes limitaciones para conseguir información esencial acerca del funcionamiento de los mercados internacionales bancario y de capital³. El tipo de información requerido se relacionaba tanto con los cambios estructurales de largo plazo operados en dichos mercados, como, en particular, con las modificaciones

(2) Una reciente encuesta efectuada por el BPI demostró que la mayoría de las entidades bancarias adoptaba decisiones sin tomar mayormente en cuenta la información disponible en los departamentos de estudios, incluso propios.

(3) Material recopilado en entrevistas y experiencia propia de la autora.

que se observan casi a diario en el funcionamiento de los mercados y en sus actores claves, a escala global y regional.

Así como el FMI ha asumido el liderazgo en lo tocante al mejoramiento y divulgación de la información sobre economías emergentes, particularmente útil para los mercados, se requiere desplegar, de igual modo, un esfuerzo simétrico y paralelo para reunir y proveer de información oportuna acerca de la evolución del mercado a los responsables de políticas en países emergentes de mercado. Tal vez esta labor debiera ser liderada por el BPI y coordinada por el Foro para la Estabilidad Financiera, recientemente creado, aunque resultarían también muy valiosos los aportes de otras instituciones, por ejemplo el FMI y el sector privado (Instituto de Finanzas Internacionales).

La necesidad de disponer de datos aparece vinculada no sólo con mejores estadísticas sobre el riesgo internacional de los bancos, sino también con mejor información respecto de los bancos de inversión, fondos de cobertura y otros agentes institucionales, incluidos fondos de pensiones y fondos mutuos. Además, el auge de las innovaciones financieras, entre ellas de los derivados que se negocian fuera de los mercados (*over the counter*) han tornado los mercados financieros más complejos y opacos. Esto ha suscitado dificultades en el monitoreo de los patrones de desempeño de estos mercados y de la distribución de riesgos en el sistema financiero global.

En respuesta a esta situación, el BPI ha diseñado el marco para un acopio más regular de estadísticas sobre mercados de derivados extrabursátiles. Sus esfuerzos por mejorar transparencia, en particular en relación a los derivados y a entidades que exhiben altos niveles de apalancamiento vis a vis su capital (entre ellas los fondos de cobertura) han merecido amplia acogida, pero es preciso intensificarlos. Parecería apropiado que los bancos centrales más importantes y el BPI mejoraran el registro de las operaciones de derivados y de las entidades como los fondos de cobertura, haciéndolo obligatorio⁴. Resulta esencial que los países en desarrollo participen en los grupos de trabajo en los que se discute y se decide acerca de las necesidades de información, de modo que sus requerimientos específicos sean tomados en cuenta en plenitud. En ese sentido son positivas las medidas sugeridas en el informe del Foro de Estabilidad Financiera (*Working Party on Highly Leveraged Institutions*) para mejorar la información sobre los fondos de cobertura y otras entidades financieras de alto apalancamiento. Es clave que éstas sean implementadas a la brevedad posible, incluyendo los llamados paraísos fiscales, donde la entrega de este tipo de información es particularmente limitada.

(4) Material recopilado en entrevistas.

Dada la velocidad con que operan los mercados, reviste particular importancia que la frecuencia de producción de los datos pertinentes sea muy alta (y posiblemente mayor cuando se desatan turbulencias en el mercado, coyunturas en las que la información se convierte en un insumo particularmente crucial), y que su divulgación sea instantánea a todos los bancos centrales. Desde luego, el BPI podría prestar un servicio especial adicional, en el que desempeñaría el papel de una cámara de compensación de informaciones. Para este fin, podría manejar no sólo datos que recoja directamente en los mercados, sino también recopilar y centralizar información que los bancos centrales poseen sobre sus respectivos mercados, panorama global al que difícilmente tendrán acceso los bancos centrales individualmente considerados. Vía internet el BPI podría estandarizar los requerimientos de información, recoger los datos, procesarlos en forma agregada y difundirlos rápidamente a todos los bancos centrales, así como también a otras instituciones pertinentes.

b) Regulación internacional y en países receptores

i) Países receptores de capital

Aunque el foco de este estudio se relaciona con los cambios ocurridos en el sistema financiero internacional, también las adecuadas políticas en los países receptores asumen gran importancia. Una cuota apreciable de la tarea de desalentar el arribo de flujos de elevada volatilidad recae sobre las economías receptoras.

Es en los períodos de masiva irrupción de capital externo que los países receptores disponen de mayores grados de libertad para la aplicación de políticas. El papel de las políticas monetarias y fiscales contracíclicas resulta esencial para suavizar el incremento de la absorción doméstica y/o los déficit en cuenta corriente. La literatura y la experiencia recientes muestran que cuando los indicadores de vulnerabilidad financiera y cambiaria comienzan a deteriorarse rápidamente o sobrepasan determinados umbrales, se torna particularmente deseable un endurecimiento de las políticas macroeconómicas. Esto incluye situaciones en las que la brecha en cuenta corriente experimenta una rápida escalada, cuando la significación de los flujos de capital fácilmente reversibles es alta y ascendente dentro del total, y, en particular, cuando los compromisos externos líquidos se incrementan rápidamente y empiezan a acercarse al nivel o superan el de las reservas internacionales. Así, la acumulación de cuantiosas reservas y la imposición de límites a los compromisos externos de corto plazo constituyen requisitos cruciales para la prevención de crisis cambiarias.

Debería también aplicarse un enfoque contracíclico a la supervisión y regulación del sistema financiero, particularmente el bancario. En épocas de bo-

nanza, la supervisión y la regulación de la banca -así como también las decisiones en materia crediticia que adoptan estas instituciones- no debieran basarse puramente en las expectativas de los prestatarios en orden a que el crecimiento será ininterrumpido. Los riesgos de un potencial quiebre de la tendencia, incluidos el enlentecimiento o la reversión de la afluencia de capital externo -y el enfriamiento de la economía- no pueden ser ignorados en las decisiones crediticias ni en las evaluaciones sobre préstamos. El riesgo de que el valor de las garantías, por ejemplo propiedades, se desplome en una eventual crisis requiere también ser tomado en cuenta en épocas de auge. Cuando los precios han estado típicamente subiendo con rapidez, una medida para lidiar con el problema es que los reguladores impongan límites al valor de las garantías, por ejemplo el promedio de los anteriores 3 o 5 años, o cierto porcentaje de su valor. Este enfoque contracíclico moderaría las coyunturas expansivas de los préstamos de la banca local que frecuentemente exacerban el impacto de masivas afluencias de capital externo.

Allí donde estas oleadas de capital potencialmente reversibles son excesivas, puede también resultar apropiado que los países receptores adopten medidas para desalentarlos temporalmente. Sin duda, algunos países (Chile y Colombia, por ejemplo) han implementado con este objetivo medidas tales como impuestos y encajes no remunerados sobre los flujos durante un determinado período. Su fin ha sido triple: (i) cambiar la estructura de los flujos, hacer bajar la significación de flujos potencialmente reversibles de corto plazo, por la vía de desalentarlos. Mientras menor la magnitud de los flujos de corto plazo, menos vulnerable es el país ante una eventual crisis cambiaria; (ii) aumentar la autonomía de la política monetaria, y (iii) ayudar a contener la sobrevaluación excesiva del tipo de cambio (Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995).

Hay creciente evidencia de que las medidas para desalentar la afluencia excesiva en países como Chile y Colombia han sido un factor coadyuvante a una gestión relativamente más exitosa de la afluencia de capitales (véase Ffrench-Davis y Tapia, 2000). Cabe destacar dos de los aspectos atractivos de las medidas al estilo chileno: (i) se basan ellas en el mercado, antes que revestir un carácter cuantitativo, y (ii) se aplican a prácticamente todas las corrientes de corto plazo, lo que redundará en una simplificación de los procedimientos administrativos y reduce, aunque no elimina, las posibilidades de evasión. Otras medidas domésticas, tales como la modificación del impuesto de retención sobre el endeudamiento externo excesivo de corto plazo en que incurren las empresas, pueden ser útiles.

Las principales instituciones financieras internacionales reconocen ahora explícitamente, que, aunque adolecen de algunas limitaciones y desventajas microeconómicas menores, las medidas de mercado tomadas por los gobiernos receptores para desalentar la afluencia masiva de capitales de corto plazo pueden

jugar un papel favorable si ellas forman parte de un paquete de medidas de políticas que incluyan la preservación de fundamentos macroeconómicos sanos y la vigencia de un sistema financiero nacional sólido y bien regulado.

ii) Medidas internacionales

El Foro para la Estabilidad Financiera

Una cuota apreciable de la responsabilidad de desalentar la afluencia masiva de capitales volátiles y de administrarlos en forma adecuada recae, fuera de toda duda, sobre los países receptores. Sin embargo, la enorme envergadura de los fondos internacionales, comparada con el pequeño tamaño de los mercados de los países en desarrollo, mueve a preguntarse si las medidas orientadas a desalentar los flujos de capital de corto plazo por parte de los países receptores son suficientes para encarar estas oleadas y el riesgo de que ellas se reviertan.

Tres poderosas razones tornan necesaria la adopción de acciones complementarias por parte de los países de origen y de las instituciones internacionales. Primero, no todos los países receptores están dispuestos a desalentar la afluencia de capital de corto plazo y es probable incluso que varios busquen fomentarla. Así, las medidas tributarias y regulatorias adoptadas por Tailandia para estimular el Mecanismo Bancario Internacional de Bangkok redundaron en un incremento de los préstamos de corto plazo. Segundo, incluso aquellos países receptores que han desplegado una batería de medidas para desalentar los flujos de capital de corto plazo han comprobado en ciertas oportunidades su insuficiencia para contener corrientes demasiado masivas. Y tercero, si las principales economías emergentes experimentan asedios a sus monedas, que provocan a su turno dificultades para el servicio de sus deudas, se verán obligadas a procurarse un voluminoso financiamiento público. Resulta imperioso, entonces, el establecimiento de una regulación internacional y/o de los países de origen tendiente a desalentar en los períodos de auge los flujos de capital altamente volátiles. Si no se desarrollan tales mecanismos, los acreedores e inversionistas privados internacionales podrían persistir en su conducta de asumir riesgos excesivos, basados en su euforia en los auges y/o confiados de que los sacarán de apuros si la situación se torna crítica. Este último es el clásico problema del riesgo moral.

La crisis financiera internacional suscitó un arduo debate acerca de cómo robustecer la vigilancia y la supervisión del sistema financiero internacional, de modo de ayudar a prevenir la ocurrencia de crisis económicas de este tipo. La discusión puso en evidencia que los requisitos cruciales para el fortalecimiento de la regulación eran: (i) mejorar significativamente la coordinación y consistencia de la regulación prudencial a que están sujetos sectores financieros y países; y (ii)

llenar importantes vacíos en materia de regulación. Parte de la discusión estuvo centrada en si los arreglos existentes debían ser extendidos y mejorados o si lo que se requiere más bien a estas alturas es crear instituciones capaces de interactuar con un sistema financiero cada vez más globalizado, de manera de alcanzar en mayor grado el necesario mejoramiento de la supervisión y regulación financiera internacional.

En el extremo institucionalmente más radical del espectro ha habido propuestas para la creación de un nuevo organismo internacional, como una Autoridad Financiera Mundial (Eatwell y Taylor, 2000) o una junta de supervisores de los principales mercados e instituciones internacionales. Tal organismo dispondría de facultades con amplio alcance para la vigilancia de la regulación y supervisión a escala global.

El otro enfoque busca el potenciamiento de los arreglos institucionales existentes. Los gobiernos canadiense y británico formularon, en 1998, propuestas basadas en este enfoque. En efecto, en otoño de ese año el canciller Gordon Brown y el secretario de Estado Clare Short propusieron la creación de un comité permanente para la regulación financiera global, a fin de coordinar la supervisión multilateral de los sistemas financieros nacionales: los flujos internacionales de capital y el riesgo sistémico global. Se recomendó que el comité convocara mensualmente a expertos del Banco Mundial, el FMI, el Comité de Basilea del BPI y de otros entes reguladores para el desarrollo y la implementación de modalidades tendientes a asegurar la aplicación y adecuada coordinación de normas internacionales para la supervisión y regulación financiera.

En octubre de 1998, los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Siete pidieron al presidente del Bundesbank, Hans Tietmeyer, materializar la propuesta británica y, en términos más generales, considerar la cooperación y coordinación entre los diversos organismos internacionales reguladores y supervisores y formular recomendaciones para cualquier nuevo arreglo. El informe de Tietmeyer, dado a conocer en febrero siguiente, bosqueja las áreas en las que se requiere mejorar los arreglos vigentes, pero declara que “no se requiere impulsar cambios institucionales de naturaleza radical para conseguir tales mejoramientos” (Tietmeyer, 1999). En su lugar propone convocar a un Foro para la Estabilidad Financiera, que sesionaría periódicamente para discutir temas asociados al funcionamiento del sistema financiero global y para identificar las acciones requeridas con el objeto de fortalecer su estabilidad. La iniciativa del Foro recibió el apoyo formal de los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Siete en el encuentro que celebraron en febrero en Bonn, reuniéndose por primera vez en abril de 1999.

La participación en el Foro de Estabilidad Financiera está limitada a sus 47 miembros, con el objeto de permitir un efectivo intercambio de puntos de vista y facilitar la toma de decisiones. Cada país del G-7 tiene tres representantes en el Foro, quienes provienen del respectivo Ministerio de Finanzas, Banco Central y ente supervisor. Además, fueron incluidos como miembros del Foro, Australia, Holanda, Hong Kong y Singapur. El G-7 declaró que si bien el Foro se limitará inicialmente a sus países miembros, se contempla que otras autoridades nacionales, incluidas las de economías emergentes, sean incorporadas más adelante. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial tienen dos representantes cada uno, lo mismo que el Comité de Basilea sobre la Supervisión Bancaria, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS). El Banco de Pagos Internacionales (BPI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE) y los dos Comités del BPI tienen todos un representante en el Foro.

Durante los primeros tres años la instancia será presidida por Andrew Crockett, gerente general del BPI, y dispondrá de un pequeño secretariado en Basilea. Inicialmente, ha sesionado dos veces al año, a partir de 1999. Uno de los objetivos cruciales del Foro es el mejoramiento de la coordinación de las responsabilidades entre las principales autoridades nacionales e internacionales y los cuerpos supervisores, y poner en común la información que recopilan estos distintos organismos, a fin de fortalecer el funcionamiento de los mercados y atenuar el riesgo sistémico. Con posterioridad a su reunión en Washington en abril de 1999, el Foro de Estabilidad Financiera definió tres grupos de trabajo ad hoc, los que ya emitieron informes muy valiosos en abril del 2000. Los tres grupos e informes trataron los siguientes temas:

- Diseño de acciones tendientes a reducir el potencial desestabilizador de instituciones que presentan un alto grado de apalancamiento (HLIS) en los mercados financieros tanto de economías desarrolladas como emergentes. Este grupo ha sido presidido por Howard Davies, presidente de la Agencia Reguladora de los Servicios Financieros del Reino Unido.
- Evaluación de las medidas susceptibles de ser adoptadas en los países acreedores y en los deudores para reducir la volatilidad de los flujos de capital y los riesgos que el excesivo endeudamiento externo de corto plazo plantea a los sistemas financieros. Este grupo ha sido presidido por Mario Draghi. Entre los países en desarrollo que participaron en el panel figuran Chile y Malasia.
- Evaluación del impacto sobre la estabilidad financiera global provocado por la utilización que los agentes del mercado hacen de los centros financieros extraterritoriales (*off-shore*) y los avances que estos últimos registran en lo

tocante a la puesta en aplicación de normas prudenciales internacionales y al acatamiento de acuerdos de intercambio recíproco de información. Se llevará a cabo una evaluación acerca de los esfuerzos que es preciso desplegar adicionalmente para evitar que en esos centros se incurra en una regulación insuficiente o en una inadecuada información, que pudiere redundar en una agudización de la inestabilidad financiera global. Este grupo ha sido presidido por John Palmer, Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá.

Cabe destacar que en los grupos de trabajo participan funcionarios de economías tanto industrializadas como en desarrollo, instituciones financieras internacionales y agrupaciones supervisoras, y se sirven de trabajos ya realizados o en ejecución en diversos foros públicos y privados. Es interesante señalar que en los casos en que su experiencia se consideró un aporte relevante, se dispuso la inclusión de funcionarios de alto rango de países en desarrollo. Por ejemplo, el grupo que estudia medidas para reducir la volatilidad de los flujos de capital de corto plazo incluye representantes de Chile y Malasia, dos de los países que han implementado medidas para contener las entradas y salidas masivas de capitales.

El establecimiento del Foro de Estabilidad Financiera es claramente un positivo primer paso para fortalecer la coordinación y la cooperación entre los diversos organismos que trabajan en pos de la mejora del funcionamiento de los mercados de manera de consolidar la estabilidad global. La interrogante estriba, sin embargo, en si, en la forma como se ha propuesto, el Foro será una instancia suficientemente representativa y fuerte para asumir todos estos problemas.

En primer término, la omisión, en los inicios del Foro, de toda autoridad del mundo en desarrollo aparece como un importante error. Existe creciente consenso, especialmente después de la crisis del peso mexicano y de la crisis financiera internacional de fines de los noventa, que los países en desarrollo son importantes actores en este sistema financiero globalizado. Sus desajustes cambiarios plantean amenazas sistémicas al escenario financiero internacional y erosionan las perspectivas de desarrollo de los países que las sufren. La participación sistemática y formal de los países en desarrollo en el Foro sería deseable tanto por razones de legitimidad, como por el aporte que significaría en términos de la oferta de una gama más amplia de conocimientos especializados y perspectivas.

Podrían fácilmente diseñarse modalidades de inclusión de los países en desarrollo, sin necesidad de expandir más de la cuenta el nuevo Foro. Los representantes del mundo en desarrollo (por ejemplo, de los reguladores o los bancos centrales) podrían ser elegidos sobre una base regional: uno en representación del Asia, otro de Latinoamérica, y un tercero, de Africa. Se los designaría por un período bastante breve (digamos dos años) y quedarían luego

sujetos a rotación. Esta modalidad de representación del mundo en desarrollo ha funcionado bastante bien en otros contextos, por ejemplo, en los directorios de las instituciones surgidas de los acuerdos de Bretton Woods.

El Foro para la Estabilidad Financiera constituye una iniciativa trascendente, llamada a reducir la vulnerabilidad que aqueja al sistema financiero internacional, al promover la cooperación y la coordinación entre las instancias reguladoras y los bancos centrales del G-7 y las instituciones financieras internacionales. La incorporación de representantes del mundo en desarrollo al foro agregaría valiosas percepciones a su trabajo; aumentaría también el compromiso de tales países con los objetivos comunes. Se trataría, por lo tanto, de una fórmula beneficiosa para todos los involucrados.

En segundo lugar, se han divulgado dudas respecto de la fortaleza institucional del nuevo Foro para la Estabilidad Financiera. ¿Bastará con un pequeño secretariado en Basilea y con un encuentro semestral para que un organismo carente de poder de decisión tenga apoyo institucional suficiente para encarar las tareas que se le han asignado? El establecimiento del Foro representa un sustancial avance en el sistema de regulación global mediante el acuerdo y la presión de pares, que ha demostrado operar razonablemente dentro del marco de los comités de Basilea del BPI.

La cooperación internacional en el BPI se ha basado siempre en decisiones internas por parte de los países, esquema en el que la soberanía sigue residiendo en la nación-estado y los acuerdos se alcanzan mediante la negociación y son luego implementados, donde se lo requiera, mediante la regulación o cambios en la legislación nacional. Los países no representados en el Comité de Basilea han adoptado también algunas de sus directivas, principalmente las normas sobre suficiencia de capitales. Sin embargo, en el mediano plazo, en un mundo de mercados financieros abiertos, puede muy bien que se requiera un organismo internacional dotado de poder para diseñar y poner en vigencia una determinada política (Eatwell, 1999). Ello debiera apuntar a un organismo más afín con algún tipo de Autoridad Financiera Mundial, al que se asignaran facultades ejecutivas tipo Organización Mundial del Comercio para el ámbito de las finanzas.

Entretanto, sin embargo, el Foro de Estabilidad Financiera constituye un paso muy importante en la dirección correcta. El tiempo dirá si este cuerpo es o no suficiente para promover la estabilidad financiera internacional y para llenar las enormes brechas en materia de regulación financiera que la socavan.

Brechas en materia de regulación

En los mercados emergentes hay tres categorías de flujos e instituciones respecto de las cuales se detectan requerimientos de regulación y supervisión adicionales, sea nacional o internacional. En efecto, tales corrientes parecen insuficientemente reguladas y sus oleadas, tanto de entrada como de salida, sirven de detonantes a crisis cambiarias. Este último fenómeno es atribuible en especial a su carácter reversible.

La primera de tales categorías la conforman los préstamos bancarios de corto plazos, de especial importancia en la crisis asiática; la segunda corresponde a los flujos de cartera fácilmente reversibles, efectuados por inversionistas institucionales, tales como fondos mutuos, de especial significación en la crisis del peso mexicano, pero también importantes en la asiática. La tercera la constituyen las actividades relacionadas con los fondos de cobertura y otras instituciones que operan con elevados niveles de apalancamiento.

Los préstamos bancarios internacionales están sujetos a regulaciones por parte de los bancos centrales de los países industrializados. Estas regulaciones nacionales son coordinadas por el Comité de Basilea. Sin embargo, ellas se revelaron insuficientes para desalentar flujos excesivos de crédito bancario de corto plazo a favor de los países de Asia Oriental. La oleada de préstamos de corto plazo y su posterior retracción jugaron un papel determinante en la crisis asiática oriental.

Una razón clave era que simplemente hasta antes de la crisis la mayoría de los países de esa región (en particular países como la República de Corea) eran considerados solventes en forma unánime, incluidos los reguladores. Otra razón decisiva parece haber sido la práctica reguladora vigente. Por ejemplo, en el caso de los países no miembros de la OECD los préstamos de vencimiento residual de hasta un año tienen una ponderación de apenas 20% para fines de medición de suficiencia de capitales, en tanto que para los mismos fines los préstamos a más de un año tienen una ponderación de 100%. Esta disposición obedece al hecho de que para los bancos individuales es más fácil proceder a la no renovación de préstamos de corto plazo. Sin embargo, la aplicación de esta regla hace que el préstamo de corto plazo resulte más lucrativo para los bancos internacionales. Por lo tanto, a la preferencia de los bancos para prestar a corto plazo, especialmente en situaciones de percepción de incremento de riesgo, se agrega un sesgo en materia de regulación que también fomenta este tipo de crédito.

Sin embargo, el aumento del volumen global de préstamos de corto plazo torna a los países receptores más vulnerables a las crisis cambiarias y, por lo tanto,

paradójicamente, compromete la solvencia de los bancos, al acrecentar el riesgo de moratoria en el servicio de este tipo de crédito. Se requiere, por lo tanto, examinar cuanto antes el tema de si para los países no OECD la ponderación diferencial de los créditos en la evaluación de la suficiencia capital resulta en estímulos excesivos en favor de préstamos de corto plazo.

Parece claramente deseable una reducción de dicho diferencial. Por cierto, poco después de la crisis asiática, autoridades económicas, entre ellas Alan Greenspan (1998), formularon claras propuestas en orden a incrementar el recargo sobre el capital para préstamos de corto plazo. Sin embargo, durante el año siguiente no se registró ningún avance. Recién en 1999 se emitió un documento consultivo, con propuestas para abordar el tema. A mediados del 2000 aún no se habían adoptado tales medidas, si bien ya hay recomendaciones que favorecerían tales cambios.

Las preguntas que es preciso esclarecer tienen que ver, por lo tanto, no sólo con las medidas técnicas apropiadas para el diseño de una nueva arquitectura, sino también con los mecanismos que aceleren el proceso en virtud del cual se adoptan decisiones expeditas, en especial respecto de temas acerca de los cuales existen acuerdos básicos y mecanismos institucionales.

Respecto de los flujos de cartera hacia los mercados emergentes, se detecta una importante brecha en materia de regulación. En efecto, no existe a escala internacional una estructura reguladora que tome en cuenta los riesgos de mercado o de crédito asociados a los flujos que se originan en inversionistas institucionales, como fondos mutuos y, en términos más generales, corrientes que provienen de instituciones no bancarias. Es imprescindible llenar este vacío en materia de regulación, para proteger a los inversionistas individuales de los efectos negativos asociados a flujos de cartera excesivamente grandes y potencialmente volátiles, tanto en los países industrializados como en los PED (Griffith-Jones, 1998).

La crisis de Asia Oriental confirma lo que dejó en evidencia aquella que sacudió algunos años antes a México. Los inversionistas institucionales, lo mismo que los fondos mutuos, desempeñaron, dada la extrema liquidez de sus inversiones, un papel gravitante en el estallido de esas crisis cambiarias. (BIS, 1998; Griffith-Jones, 1998). Parece importante, en consecuencia, introducir regulaciones que desalienten los flujos excesivos de inversión de cartera. Tal vez ello podría lograrse en mejor forma mediante la instauración de la exigencia de depósito variable en efectivo según riesgo ponderado a los inversionistas institucionales, entre ellos los fondos mutuos.⁵ Tales recursos serían colocados en depósitos a interés en bancos

(5) Esta propuesta fue elaborada en un estudio conjunto de Jane d'Arista y Stephanie Griffith-Jones.

comerciales. La implantación de esta exigencia sobre los fondos mutuos (y quizás sobre otras inversiones institucionales) es consistente con el pensamiento actual acerca de la regulación y requeriría la definición de estándares por parte de las autoridades pertinentes o acordados internacionalmente.

Las directrices para la definición del riesgo macroeconómico, el que determinaría las exigencias de caja contra los activos en cada país, deberían tomar en cuenta indicadores de vulnerabilidad como la significación del déficit en cuenta corriente del país, respecto del PIB, la magnitud de sus pasivos externos de corto plazo *vis á vis* las reservas de divisas, el grado de fragilidad del sistema bancario, al igual que otros asociados al riesgo país (véase Ffrench-Davis y Ocampo, 2000). Es importante utilizar análisis sofisticados, de modo de evitar criterios simplistas que estigmatizan innecesariamente a los países. Las visiones del Banco Central y del Ministerio de Hacienda de los países de origen y del FMI y el BPI deberían ser de gran utilidad al respecto. Las entidades reguladoras de valores en los países de origen aparecen como las instancias más apropiadas para implementar tales regulaciones, que pueden ser coordinadas a escala internacional por el IOSCO.

El hecho de que el nivel requerido de depósitos varíe según el “riesgo macroeconómico” que se asigne a cada país, haría preferible invertir más en aquellas cuyas bases fuesen sólidas, y menos lucrativo hacerlo en países que exhiben desajustes o desequilibrios de carácter macro o financieros. Si tales fundamentos se deterioraren, la inversión declinaría de manera paulatina, obligando, supuestamente, a una oportuna corrección de la política. Ello redundaría, entonces, en una reanudación de los flujos. Aunque la exigencia de encaje en efectivo sobre los activos que los fondos mutuos invierten en mercados emergentes podría encarecerles en alguna medida el costo de conseguir capital extranjero, esto sería compensado por el beneficio de un suministro más estable de fondos a un precio más estable. Además, cabe esperar que una disponibilidad más fluida de recursos desalentaría las corrientes masivas y súbitas de financiamiento, al estilo de las que precipitaron las crisis mexicana y asiática, tornando menos probable emergencias de este tipo.

Dado el papel hegemónico y el rápido crecimiento de los inversionistas institucionales en países como Estados Unidos, Reino Unido y Francia, esta propuesta podría ser implementada primero en ellos, sin crear desventajas competitivas importantes. Sin embargo, con posterioridad habría que conceder elevada prioridad a los esfuerzos por armonizar tales medidas a escala internacional mediante discusiones globales en la IOSCO, a objeto de impedir que las inversiones de los fondos mutuos sean canalizadas a través de otros países, y en especial

mediante centros financieros extraterritoriales (*off-shore*) que no hayan aplicado tales exigencias.⁶

Tales directrices internacionales de la IOSCO se formularían mediante consultas a los países y revestirían un carácter semejante a las utilizadas por el Comité de Basilea en el diseño de los “Principios esenciales para una efectiva supervisión bancaria”. Las directrices podrían ser desarrolladas, dentro del marco de la IOSCO, por un grupo de trabajo que conformaran representantes de las autoridades reguladoras nacionales de valores en los países de origen de los flujos, junto con algunos personeros de los países en desarrollo. Habría que considerar debidamente las regulaciones en vigencia de mayor significación, entre ellas la Directiva de la Comisión Europea sobre adecuación de capital. La existencia del Foro para la Estabilidad Financiera facilitaría la implementación y coordinación de tales directivas de carácter prudencial y la consistencia de las mismas con las regulaciones de otras instituciones. Desde luego, es importante poner de relieve que la imposición de regulaciones adicionales a los fondos mutuos tiene que ser consistente con la regulación de otras instituciones (por ejemplo, bancos) y otros flujos potencialmente volátiles.

Se requiere con urgencia acometer nuevos estudios para detectar y cubrir otros vacíos en el monitoreo y la regulación; por ejemplo, los relacionados con instrumentos tales como derivados e instituciones como los fondos de cobertura. En ese sentido es muy valioso el informe del Foro de Estabilidad Financiera sobre el tema.

La forma en que operan estas instituciones y otras entidades que exhiben elevado apalancamiento y las modalidades para regular mejor su operatoria a fin de morigerar su impacto magnificador de los flujos especulativos de capital, los tipos de cambio y los mercados bursátiles en los países en desarrollo, así como el negativo efecto que esta volatilidad provoca sobre el desarrollo y la pobreza debieran ser objeto de cuidadoso análisis. Alentador resulta comprobar que existe creciente consenso en cuanto a que una elevada relación deuda/capital plantea severos riesgos tanto para los acreedores directos como para, en ciertas condiciones del mercado, el conjunto del sistema financiero. Así lo postula, por ejemplo, el informe de enero 1999 elaborado por el Comité de Basilea sobre “Supervisión Bancaria e interacciones de los bancos con instituciones altamente apalancadas (IAA) en relación a su capital.

Tampoco ha sido suficientemente estudiado otro tema que entraña crucial interés, el impacto de las IAA sobre la agudización de la volatilidad en los países en desarrollo. Ciertamente, ha habido, a causa de la insuficiencia de la información y de discrepancias en su interpretación, algún debate en torno al papel que cupo a

(6) Este último punto fue tomado de una comunicación con la Junta de la Reserva Federal, incluido su presidente, Alan Greenspan.

los fondos de cobertura en el estallido de la crisis asiática. Las medidas diseñadas para encarar específicamente el impacto de los fondos de cobertura y otros IAA en la magnificación de la volatilidad en países en desarrollo no han recibido hasta ahora un trato suficientemente importante en la agenda reguladora. Sin embargo, las políticas para administrar los riesgos planteados por las IAA a los acreedores y al sistema financiero en su conjunto ayudarán también a suavizar el impacto negativo sobre países en desarrollo.

Cabe destacar que el problema no se relaciona únicamente con los fondos de cobertura, sino que también con otras actividades o instituciones que exhiben elevado apalancamiento, entre ellas *proprietary desks* de bancos de inversión.

Las IAA presentan tres características principales: (i) están sujetas a escasa o nula supervisión reguladora, dado que un elevado porcentaje tiene como base de operaciones centros financieros extraterritoriales; (ii) deben cumplir débiles requerimientos de divulgación, por lo que con frecuencia sus operaciones son bastante opacas, y (iii) asumen un considerable apalancamiento.

Hay tres conjuntos de respuestas para encarar los riesgos que plantean las IAA. A menudo se los presenta como si se tratara de alternativas excluyentes. Sin embargo, parecería mejor considerarlos complementarios entre sí.

La primera respuesta es indirecta, a través de la principal contraparte de las IAA, sobre todo los bancos y las agencias de valores. Esto puede materializarse mediante el fomento de prácticas más rigurosas en la forma en que bancos y agencias de valores evalúan los riesgos cuando interactúan con fondos de cobertura y otras IAA. Sin embargo, parece deseable que las autoridades supervisoras adopten acciones adicionales. En particular, se recomienda que los supervisores impongan mayores requerimientos de capital sobre los préstamos y otras operaciones de los bancos con las IAA, a fin de reflejar mejor los mayores riesgos que unos y otras llevan aparejados, debido a la opacidad y el elevado apalancamiento de las IAA y al hecho de que no están sujetas a regulaciones. Puede ser deseable también que los supervisores prohíban formal o informalmente a los bancos efectuar préstamos a un tipo particular de contraparte que presente indicadores de alto riesgo. Es probable que tales medidas protejan no sólo a los bancos, sino que también incentiven a las IAA a una administración más responsable en materia de riesgos.

Un segundo conjunto de medidas, claramente complementario del primero, consiste en aumentar la transparencia acerca del total de las operaciones que las instituciones financieras llevan a cabo con las IAA. Una posibilidad sería extender a los préstamos bancarios el concepto de un registro de crédito (en consonancia con el modelo francés de una “central de riesgos”, que proporciona a los bancos acceso a la cantidad global de préstamos bancarios que acumula cada compañía).

Tal registro recolectaría, en una instancia central, los riesgos totales (incluidos o no en los balances consolidados) de los distintos intermediarios financieros con determinadas contrapartes, entre ellas los principales fondos de cobertura. Las contrapartes, las autoridades supervisoras y los bancos centrales (tanto de los países industrializados como de aquéllos en desarrollo) podrían recolectar entonces información respecto del endeudamiento total de tales instituciones, lo que los ayudaría a evaluar mejor los riesgos envueltos. Para este fin, la información tendría que ser oportuna y significativa, en especial para asimilar los rápidos cambios de posición de las IAA. Resultaría aconsejable que el mentado registro se basara en el BPI propiamente tal o en el Comité de Basilea sobre el Sistema Financiero Global, que ya posee experiencia en la recopilación de información de este tipo.

Un tercer conjunto de medidas apunta a regular directamente los fondos de cobertura y otras instituciones que exhiben elevado apalancamiento. Una regulación directa de este carácter podría asumir distintas modalidades, incluidos requisitos para la entrega de licencias, normas sobre capital mínimo y sobre control y gestión de riesgos. En un informe reciente, el Comité de Basilea sobre la Regulación Bancaria argumenta que dicho esquema debería concentrarse en el potencial de generar riesgo sistémico por parte de las actividades de las IAA. La explicación reside en el gran tamaño que ellas exhiben y en su tendencia a asumir riesgos, lo que amenaza la estabilidad financiera. Sin embargo, si como parece probable, las IAA provocan efectos negativos adicionales al agudizar la volatilidad del tipo de cambio en los países en desarrollo, los intentos por regularlas tendrían también que tomar en cuenta este aspecto.

En la actualidad las dos primeras modalidades de tratamiento a las IAA parecen concitar mayor apoyo que la regulación directa, aunque esta última permitiría encarar el problema en una forma más directa y clara.

Para el rechazo de la regulación directa se aducen razones prácticas. Por ejemplo, se argumenta que las IAA podrían reestructurarse con el objeto de burlar cualquier definición reguladora que se establezca. Se argumenta, además, que ellas operan o pueden desplazarse fácilmente a centros extraterritoriales.

El problema puede ser abordado ya sea a partir de la aceptación del absurdo *statu quo*, lo que significa seguir incurriendo en los altos costos que la fuerte inestabilidad trae consigo, o de la propuesta de hacer extensiva ésta y otras regulaciones (incluida la posible aplicación de normas a los fondos mutuos) a los centros financieros extraterritoriales. Desde luego, si se acepta auténticamente que la regulación y la supervisión globales constituyen una necesidad en el mundo de mercados financieros globalizados, no habría justificación alguna para la existencia de áreas vedadas, en las que tales regulaciones fuesen evadidas o

socavadas. En lo concerniente tanto al suministro de información, como a la regulación global de instituciones tipo fondos de cobertura, resulta esencial que los centros extraterritoriales acaten las normas internacionales. Si el G-7 en particular respaldara en forma categórica esta postura y si los países en desarrollo le prestaran su apoyo, una iniciativa política a este respecto resultaría tan efectiva como útil. Parece muy importante estudiar más a fondo los aspectos técnicos envueltos en la inclusión de los centros financieros extraterritoriales en el suministro de información y de regulación, de modo de facilitar las decisiones políticas para actuar en esta esfera. El informe reciente del grupo de trabajo sobre el tema del Foro de Estabilidad Financiera tiene propuestas positivas en esa dirección.

La existencia, dentro del Foro para la Estabilidad Financiera, de grupos de trabajo sobre las instituciones que exhiben elevado apalancamiento y los centros extraterritoriales, provee el mecanismo institucional para el despliegue de una acción urgente en este campo. Es de esperar que sus propuestas sean implementadas pronto.

El foco ha estado hasta ahora en el mejoramiento de la regulación sobre los intermediarios financieros, lo que constituye, sin duda, una necesidad. Sin embargo, cabe destacar que lo que realmente es preciso regular es la función de la intermediación financiera en su sentido más amplio. Esto incluiría la intermediación efectuada por entidades no financieras, tales como proveedores (que proporcionan crédito) o compañías internacionales que efectúan inversión directa. Se trata de actividades de intermediación cuya regulación es mucho más difícil. De todos modos, resulta esencial una mejor comprensión empírica del papel que desempeñan los intermediarios no financieros en la canalización de flujos privados, particularmente los de naturaleza volátil, a los países en desarrollo.

En términos más generales, se requiere un trabajo empírico adicional para lograr una mejor comprensión de los cambios que se han operado recientemente en el crédito global y los mercados capitales, y, más específicamente, en los criterios utilizados por diferentes categorías de actores, incluidos bancos, fondos mutuos, fondos de cobertura e IED para decidir su ingreso o salida de los países, así como también los incentivos que fomentan patrones específicos de conducta por parte de los actores del mercado y que contribuyen a generar presiones especulativas sobre determinados países y el contagio de otros. Una mejor comprensión de los modelos conductuales y de las tendencias subyacentes en las salidas de capitales podría contribuir al diseño de medidas que adopten las empresas individuales, segmentos de la industria financiera vía la autorregulación, los reguladores y/o los gobiernos (por ejemplo, mediante la imposición de medidas tributarias) con el objeto de desalentar imperfecciones de mercado, como la miopía del desastre y la

conducta de manada, que contribuyen a desencadenar crisis cambiarias.

Cabe concluir que se requiere implementar un paquete de medidas para reducir en los mercados emergentes la probabilidad de crisis cambiarias y asegurar en ellos, por lo tanto, la operación eficiente de la economía de mercado, la cual ha de servir de base para el desarrollo sostenido. El objetivo de prevenir las crisis supone desalentar o regular la afluencia excesiva e insostenible de capitales de corto plazo. Tales medidas revelarán máxima eficacia si se las aplica tanto en los países de origen y receptores, aunque la responsabilidad principal recae sobre estos últimos; si evitan desincentivar los flujos de más largo plazo, que, por el contrario, han de ser fomentados; si las reglas diseñadas son simples y apuntan claramente en contra de los flujos insostenibles, y, particularmente, si ellas son complementadas por políticas adecuadas en las economías emergentes.

3. Conclusiones

La gravedad de las crisis cambiarias que han afectado a los países en desarrollo y en transición es motivo de honda inquietud. No se previó la profundidad de la crisis ni la velocidad del contagio. Ella significó que un porcentaje considerable de la economía mundial se precipitara a una recesión, no sólo erosionando impresionantes avances en la reducción de pobreza en los países más afectados, sino también generando sustanciales incrementos en la magnitud del problema.

Se requiere, en consecuencia, acometer acciones urgentes para prevenir crisis y administrarlas mejor, si llegan a desatarse. Algunas de tales medidas pueden adoptarse en el marco de los arreglos institucionales vigentes o mediante algún desarrollo, expansión y adaptación de las instituciones internacionales. Ello supone el mejoramiento de la información sobre los mercados financieros internacionales y la cobertura de las brechas detectadas en materia de regulación, en particular respecto de los fondos mutuos y de los fondos de cobertura. Supone, además, el mejoramiento de la regulación de los préstamos bancarios, para ayudar a impedir la entrada de oleadas masivas de capitales.

Sin embargo, también es importante elaborar una visión y comenzar a llevarla a la práctica, acerca de una nueva arquitectura financiera que satisfaga las necesidades del desarrollo dentro del marco de una economía globalizada. Esto incluye dar pasos hacia la instauración de una autoridad financiera mundial, a cargo de una regulación prudencial de los flujos de capital, de manera consistente, vale decir no discriminatoria, por países y sectores financieros. El establecimiento de esta autoridad financiera mundial podría basarse en la práctica existente, y en

especial en el nuevo Foro para la Estabilidad Financiera. Tales medidas tendrían que ser complementadas por otras para el manejo de las crisis (véase Griffith-Jones, 2000).

Aunque las acciones internacionales son cruciales, claramente los países deben asumir sus propias políticas para prevenir las crisis cambiarias y administrarlas mejor si ellas se desatan. Esto incluye la adopción de más políticas macroeconómicas contracíclicas, el fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales, así como también una apertura más prudente de la cuenta de capitales, a lo que deben agregarse, allí donde resulte aconsejable, medidas basadas en el mercado para desalentar oleadas excesivas de capital.

Referencias bibliográficas

- BIS (1998), *68th Annual Report*, Bank for International Settlements, Basilea.
- Eatwell, J. (1999), "Brown achieves first step towards global stability", *The Observer*, 28, febrero.
- y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, The New Press, New York.
- Eichengreen, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Instituto de Economía Internacional, Washington, D.C.
- Ffrench-Davis, R. y J. A. Ocampo (2000), "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en este volumen.
- y S. Griffith-Jones (1995), eds., *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Serie Lecturas N° 81, Fondo de Cultura Económica, México.
- y H. Tapia (2000), "Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales externos", en este volumen.
- Greenspan, A. (1998), *Financial Times*, 28 de febrero.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capital Flows*, Macmillan, Londres.
- (2000), "Towards a new financial architecture: the management of crises", en J. A. Ocampo, S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (eds.), *The Financial Globalization and the Emerging Economies*, Instituto Internacional Jacques Maritain/CEPAL, Naciones Unidas, Santiago.
- S., J. A. Ocampo y J. Cailloux (1999), *The Poorest Countries and the Emerging International Financial Architecture*, Expert Group on Development Issues (EGDI), Estocolmo.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Ocampo, J. A. (1999), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, CEPAL/Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- Stiglitz, J. (1994), "The role of the State in financial markets", *Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics*, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Tietmeyer, H. (1999), *International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance*, Banco Central de Alemania, Bonn.
- Wyplosz, Ch. (1998), "Globalized financial markets and financial crises", en J. J. Teunissen (ed.), *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*, FONDAD, La Haya.